全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舵手证券图书 McGraw Hill Education

[澳]加里·诺登 著
罗光海 译

# 技术分析与主动交易

# Technical Analysis and the Active Trader



- 展示技术分析与行为金融学的结合
- 揭示技术分析的缺陷，并阐述补救方法
- 提升交易水平，以获得最佳交易结果

地震出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第一部分　技术分析的真相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 1 章 技术分析和图表的蓬勃发展

## 现代金融世界

毋庸置疑，在过去的 15～20 年里，技术分析和图表的应用，不管是在金融市场的分析中还是在帮助选择或管理交易中，都得到了可观的发展。据此，图表理论的拥护者们认为他们的技术成功论得到了实证。的确，如果一种分析和交易方法不起作用，那么它不会变得流行。但我认为近年来技术分析的发展是几个因素共同作用的结果。在本章中，我将讲述为什么不管是新的还是老的市场参与者都被拉到技术分析领域的原因，而在第 2 章中，我将接着讲述为什么技术分析不是一个有效和准确的交易、分析工具的原因，接着又分析了技术分析流行的原因。

首先，我们必须看几个关键因素，它们在过去的二十多年里对金融市场的发展产生了深远的影响。自 20 世纪 80 年代中期以来，绝大多数发达国家的金融市场经历了巨大的变革。最初，股票市场变得计算机化了，所有的交易者都可以更加方便地交易，而且交易费用也便宜了很多。更近一段时间，欧洲和亚洲的期货市场也都从交易池转到了电脑荧屏上，随之而来的是成交量的猛增。现在，大型的美国期货市场变为全部计算机化也只是一个时间的问题。像差价合约(CFD)这样的新产品已经被设立，允许私人交易商品甚至货币，以前大多数交易者和投资者都是可望而不可即的。通过互联网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和快捷的通讯，这一切都成为可能，人们现在甚至可以在家中从事交易了。所以，对于私人交易者来说，金融市场比以前更容易进入了。

其次，到目前为止，股票市场正进入历史上最大的牛市之一。虽然有一些振荡，但此时大部分市场都很稳定，投资者们信心高涨。所以，从整体上来看，还可以认为股票市场正在大幅上涨。大多数投资者和交易者都喜欢买多股票(与卖空相对)，在这样的股市增涨期，我们可以看到更多的新人加入。

再次，在美国、澳大利亚和一些主要的欧洲国家，一些著名的国有公司已经私有化。政府鼓励个人参股，并且可以持有较多的股份。于是，这些公司的股票所有人显著增多了。事实上，让个人持有股票，看起来是很有道理的。人们更加倾向于跟随金融媒体，并向市场中投入更多的资金。

建立完善的养老金制度在西方各国日益受到重视，于是几乎所有的西方国家政府都出台了相关的激励政策，以鼓励个人制定自己的养老金计划并为其投资。许多人干脆就把钱交给管理基金管理，而少数有想法的人则决定建立自己的投资账户，购买股票可能是最流行的投资方式。

在过去的四五十年里，整个社会中人们对于风险的态度已经发生了翻天覆地的变化。亲身经历过 20 世纪 30 年代的经济萧条后，我祖父那一代人都尽可能避免借债(抵押除外)。而在今天，大多数人都很容易接受各种形式的债务，比如信用卡、储蓄卡等等。此外，我们更容易接受其他一些风险性更强的环境，比如自营职业和社会保障安全网。实事上，在许多国家(欧洲大多数国家除外)，风险已经逐渐从政府和企业转移到个人手中。对于这种风险的转移，政府说，“我们给个人更多的选择机会”，而企业会说，“当作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一名顾问为自己工作时，比为任何一家公司打工更具有弹性。”虽然他们说得都很巧妙，但只有部分是真的。当个人享受当前的社会形式带来的乐趣时，他们要面对更多的风险。

在交易方面，这种形式带来的结果是当人们已经变得更容易接受风险时，他们就更容易去从事交易或投资金融产品。像 CFD 这样的杠杆产品正在兴起，在交易这类产品时，人们不仅做交易，而且要借钱交易。这更加证明了人们对于风险的态度发生了巨大的变化。

最后，在金融世界中，媒体的影响对我们来说是更重要的一项因素，近年来整个社会的媒体都有了巨大的发展。目前，许多专业经济电视台和无线电台推出了许多名人分析家和推荐家。甚至主流频道也在播出经济节目。事实上，所有的新闻节目都在简要地播出当天主要的市场新闻。此外，经济报道的基调也已经变了。之前，特别是报纸，经常以一种基于事实的方式报道市场和公司新闻，令人感到厌烦和难以理解。而在今天，这种新闻报道周期性地加入了提示和评论，以引起公众更多的关注①。正如罗伯特•席勒(Robert Shiller)在他的著作《非理性繁荣》(Irrational Exuberance)一书中所解释的，媒体容易出现那些他称之为记录过载(record overload)的情况。他们喜欢从什么记录已经被设立的观点去报道市场，给出的印象是新的记录一直被设立。我认为这就是在鼓励许多人进入市场。也有一些比较专业的金融报纸和杂志，其中许多是主要报道交易的(与投资相对)。随着互联网的成长，出现了数以百万计的与交易和投资相关的网站，以及成千上万的交易和投资论坛。

所以，很容易理解为什么如此多的新人加入到交易者的行列中

①Richard Parker, “The Midia Knowledge and Reporting of Financial Issues,” presentation at the Brookings Institution, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了。我们的媒体整天在我们耳边宣传有多少人在市场中发了大财。超级牛市分析家、金融顾问和股票经纪人在电视屏幕上频频露面，告诉我们市场正进入长期上涨趋势，购买股票是一种“傻瓜操作”。我们还可以看到报纸和互联网上的广告，特别是互联网上的，声称已经发现了在交易市场中赚钱的“秘诀”。

从事股票交易不再需要与架子十足的股票经济公司搞好关系，交易费用也变得非常低廉。我们可以在交易账户中存上几千美元，然后点几下鼠标，我们就成了某家公司的股东——不用写一个字，也不用与他人争抢。而且现在的期货、商品和货币市场交易费用变得比较低廉，交易透明度大大提高，任何人只要想做都可以参与。随着私有化的进程和对个人养老金的更加重视，越来越多的人进入了股票市场。总的来说，对于这些人，股票世界和金融投资不再是令人感到不安的领域。

## 寻求交易培训

大家已经知道交易者和投资者的数目在近期大幅增长，那么他们在寻求学习交易的帮助时发现了什么呢？我并不建议每个新入门的交易者或投资者都要接受这样的教育，但大部分人需要。那么到底什么人需要，什么人不需要呢？区别是什么呢？

通观所有的媒体，基于技术分析的课程、教育和书籍占绝大多数。当我访问谷歌(Google)搜索引擎时，我发现搜索“技术分析”的结果有近 900 万条，而搜索“基本面分析”的结果甚至不足 400 万条。“股票市场教育”和“金融市场教育”的搜索结果分别为 350 万条和 550 万条。而且在做更一般的搜索时，比如搜索“股票市场教育”，基于技术分析或图表的课程更是占大多数。即使一些看起来是中性的链接，比如那些只提供股票市场教育的，其实也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在兜售自己的图表软件包。

关于技术分析的链接，语气都非常肯定，也很吸引眼球。在搜索技术分析时，有些赞助商的链接(位于 Google 搜索结果的右侧)甚至是“聪明的交易软件——高达 80%的市场预测准确率”和“终极外汇交易——理解市场动向。预测，然后必定获利”。当搜索“基本面分析”时，我发现只有五个赞助商链接，其中一个与金融市场无关，还有两个其实是宣传技术分析产品！总的来说，这些链接实际上都很少有人关注。

我承认在“技术分析”之下列出的一些项目，实际上就是被称为黑匣子系统的东西，许多技术分析家辩称这些系统不提供技术分析课程。但是，这类系统能够被接受，得益于人们认为通过识别图表形态或通过分析技术指标或历史数据就可以“击败”或预测市场，而我并不同意该观点。该观点的传播得到了许多技术分析实践者的帮助。

如果我们看一些相关的书，我们会看到类似的主题。与交易相关的书，绝大部分都是关于技术分析的。像《技术分析的新科学》这样的书名给人的印象是该领域实质上是科学的。类似的还有《市场交易策略：通过技术和资金管理击败偶然性》、《用技术分析预测市场波动》和《投资者技术分析指南：在市场中预测价格变动》，它们与通过搜索引擎在网络上看到的如出一辙。他们都在暗示一种思想——技术分析可以帮助交易者们在市场中取胜。

所以，我们现在会看到，在两种最常用的寻找信息的方式中，即通过网络和书籍，如果我们寻求学习如何交易或投资的帮助，那么技术分析比其他任何一种教育形式都容易得到。此外，那么多技术分析课程提供商的声明都非常吸引眼球，更容易引起人们的注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参加展览会也变成了一种交易者寻求信息和教育的流行方式。以我公司的名义(市智交易咨询公司，Marketwise Trading & Consulting)，我在珀斯(Perth)参加了一次这样的展览会。同样，绝大多数培训机构或系统提供商都是基于技术分析的，这与大多数研讨会的组织者是一样的[①]。实际上，展会的组织者是澳洲国家技术分析员协会(ATAA)的一名董事会成员。我一点都不认为他故意排除非技术分析教育提供者(毕竟，他允许我有一个座位，而且他实际上是一个相当正派的家伙)。经验证明，技术分析家做推销比做交易要好得多。

通过分析看到的书籍、网络链接，以及展会上的展览者和演讲者，我得出的结论是：人们学习技术分析，仅仅是因为它是最容易找到的接受教育的方式。比如，如果我的妻子想做一些健身运动，而当地有五位普拉提(Pilates)教练和一位瑜珈(yoga)教练，那么她很有可能去学普拉提。这并不一定意味着普拉提比瑜珈效果更好；这只能说普拉提在当时比较流行。要在10年以前，如果她发现只有一位普拉提教练，那么她可能最终决定去学瑜珈。

当我观察各种交易所和经纪人提供的教育时，情况变得有些混乱。一些交易所会为交易者提供他们自己的课程；但那些课程实质上都是非常基础的、非常理论化的。有些经纪人为自己的客户提供一些提示或暗示，或者干脆什么都没有。当经纪人真的提供课程时，也都是基于技术分析的[②]。如果私人交易者或投资者所受的培训水平有一点提高，那么我认为这些机构应该做出示范。的确，他

---

①大约三分之二的参展商都是在售卖主要基于技术分析的产品。大多数研讨会讲师也都是技术分析师。

②在2004年初期至中期，我访问了LIFFE、Eurex、NYSE、SFE、ASX、Merrill Lynch、Citigroup、Lquay、RefcoManFinancial、E*TRADE和Commsec的网站。我也同来自澳大利亚和英国的许多家公司的经纪人进行了交谈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们也愿意自己的客户受到更好的教育，那将为他们的经纪人节省不少时间，而且有希望获得更大的成功。

我认为最应该转变的是金融期货方面的培训。作为一个相对较新的产品(至少对于私人交易者来说是较新的，与股票相比也是较新的)，它的兴起与技术分析的发展是重叠的。所以新的交易者认为技术分析是交易这些金融产品的唯一方法，也是可以原谅的。我所见过的绝大多数期货培训资料都是基于图表或技术指标的。的确，许多私人交易者是因为技术分析课程提供商和很多书籍提出期货特别适合于他们那种分析方式而从事期货交易的。在澳大利亚，估计应用技术分析的私人交易者大约占80%。通过与伦敦的私人客户期货经纪人的讨论，我认为在伦敦应用技术分析的私人交易者比例也差不多，进而表明世界范围内的形式也是相同的。

新入门的交易者和投资者在学习交易时，只能从经纪人那里获得很少的帮助，甚至得不到帮助；在交易所里获得的也主要是基于理论的，或者非常基础的基本面教育。所以，那些希望交易期货的人们(技术分析家并不鼓励一开始就交易期货)很自然地就被拉到了图表和技术分析这一边。这进一步表明，新入门的私人交易者和投资者所面临的选择主要有两种，一种是不接受培训，另一种是基于技术的培训。对于许多私人交易者，学习如何交易或投资一般就意味着学习技术分析，很少有其他内容。

这与投资银行让他们的受训者接受的培训程序形成鲜明的对比。那些培训程序一般历时两到三个月，会让受训者们对该行业的方方面面有一个彻底的认识。它们包括风险分析、会计方法(使受训者们可以熟练地阅读财务报表)，公司财务(使受训者们可以理解企业并购过程，理解公司为什么发行新股或债券，怎样发行)，以及金融市场(受训者们学习不同的市场，比如企业和政府债券市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



货币市场，等等）。银行给他们的受训者尽可能多的、尽可能全面的培训，因为他们认为持续的交易职业需要各种各样的知识，需要对市场和金融行业如何运作有一个深入的理解。

## 促销术

既然已经知道了技术分析是最容易发现的培训形式，那么接下来我们来近距离观察一下技术分析兜售者们是如何引诱主要客户的。归根结底，他们的伎俩包括使用一些误导信息来怂恿交易新手尝试技术分析方法，以帮助增加技术交易者的数量。这些技术课程提供商们在促销时是在给出真相和已经证明的论断，还是在兜售梦想呢？

至少我们在报纸、杂志和网络上看到的广告，都可以看到来自私人交易者们的声明，说他们已经发现了一种技术或系统可以击败市场。这些私人交易者的典型是先前表现平平，突然发现了一套系统而得以获得持续的巨额利润。几乎在所有的情况下，这些系统都是使用技术分析方法的。在这里，我总结一下黑匣子形式的系统：该系统自己产生交易思想，而无需交易者自己扫描并测试历史数据，这便是黑匣子系统的标准。这些系统的售卖者通常能够展示一份该系统的获利交易记录，以作为该系统性能的“证明”。我将在第 2 章向您解释这为什么不一定是准确的。

毫无疑问，肯定有这样一个市场适用于这些快速且易于实现的计划，也总有人愿意相信有一种系统可以持续胜过市场。不仅如此，这些人也没有怀疑这些系统提供商们正在以区区几千美元的价格出售他们惊人的秘密。正如我先前所说的，我认为技术分析之所以得到越来越广泛的认可，得益于人们越来越认为可能发现一种可以击败市场的系统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多数技术分析家会(在某些情况下公正地)做出这样的声明——他们只是对市场趋势或心理的研究，而且他们对自己的声明异常忠诚。实际上，我参加过这种课程，并且读过这种课程的资料(比如在前言中我引用的课程)。但是，我所碰到的这些课程的共同点是它们主要是由金融市场专家为金融市场专家所举办的。导师们声明他们的那种分析可以为交易者提供一把成功之匙，而他们也非常明白自己的这种论断在投资银行专家看来纯粹是无稽之谈。像我这样的交易者参加这种课程的原因是学习一下这种形式的分析，然后自己判断它的优劣。不管我们是否相信，技术分析总在我们周围环绕，而且会一直持续下去，在努力去理解市场的课程中，我们需要学习所有参与者如何交易，包括那些与我们的判断相背的参与者。

为了分析那些被认为比较受人尊重的技术分析提供商们卖给非投资银行职业交易者们的方法，让我们看几个来自澳大利亚的实例。

当我访问澳洲国家技术分析员协会(ATAA)的网站时，我发现有一篇文章列出了技术分析的概念，并讲了为什么要使用技术分析，作者主要讲了以下几点。首先，“那些成功使用技术的交易者不会竭力去预测价格。”其次，“第二个具有共性的错误想法是必须识别趋势中的高点和低点。而且，有些技术分析家竭力去那样做，但收获甚微。”能够做出这样的陈述，的确非常了不起。太多的私人交易者认为图表形态和技术指标可以帮助他们成功，这种想法使得他们坐卧不宁，不停地试着去“低买”、“高卖”。从理论上讲，这些图表和技术指标听起来非常诱人；但在实践中，准确应用却非常困难，而且风险很大，至少文章的作者承认技术分析不是用来预测高点和低点的。类似的，美国市场分析师协会(U.S.-based Market Technicians Association)在其主页上提到“教育公众和投资机构关于技术分析的使用，价值和限制(作者的强调)”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所以当一位资格较老，而且备受尊敬的ATAA董事会成员举办一个研讨会时，我去参加了。他曾经在澳大利亚证券专业学会(SIA)讲授过技术分析。我希望听到与前面类似的真实的声音。当我读到研讨会的标题："掌握转折的时机——识别高点和低点"时，我开始变得有些担心了。当时我在想，ATAA的官方网站上不是明明写着技术分析不是用来选择高点和低点的吗?

对研讨会的详细描述如下："将向你展示如何使用简单的价格、时间架构和时间分析来预测市场的主要高点和低点。他将与大家讨论基于周期性时间的市场时间分析、按度计量时间和W•D•甘的最惊人发现，他的《马特时间因子》(Mater Time Factor)。"

我想强调的是此处用的一些词，"预测"、"简单……分析"，和"惊人的发现"与我们在网络上和书籍中看到的一模一样。这类词非常吸引人的眼球，很明显地对一般大众具有很大的吸引力。它们给出这样的表象：交易者们如果使用演讲者的分析形式，那么他们很容易(简单的分析)预先知道(预测)市场的行情。而ATAA自己却并不相信那是真的。实际上，这些词与"使用我的系统快速致富"一类的广告中所使用的词汇是一样的。

在研讨会期间，对于如何识别高点、低点和市场时间分析极少有严肃的讨论。研讨会的基调是幽默，甚至近乎搞笑。我承认在演讲时插入幽默是必要的，但这种研讨会如果不是在喜剧俱乐部举行，就令人感觉非常不合适。在我看来，演讲者的目的是让他的听众感觉良好，并且尽可能少地接触主题。研讨会期间，重要的信息如比尔•盖茨的一张年轻时的长头发照片配上"你愿意从这个人那里购买计算机吗?"，中间夹杂着少量的市场时间分析信息。当听众们哈哈大笑时，我却在后面变得局促不安起来，我在想何时开始学习识别市场的高点。相反的，我们得到的是更多的笑话，主要是说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一位著名的澳大利亚股票经纪人刚刚被指控在内部偷窃，还有诸如对一个大家都知道的刚刚宣布破产的公司的股票图表的“讨论”，他还提出这样的问题，“谁愿意购买这只股票？”很明显的，前面所述的那位股票经纪人曾经发出一个那只股票的买入建议，虽然我没有发现与这有任何联系。我认为这位演讲家正在暗示他的那种形式的分析将防止交易者购买这只股票，而且由于每一位听众都已经知道那家公司破产了，所以他的话将给他们留下很深的印象。

我估计只有三分之一，甚至更少的时间用于讨论研讨会的主题。如果我们把这次研讨会看作一个整体，包括题目，对该领域的讨论，和实际演讲的语气和内容，我认为那位演讲者的策略和论述与那些宣扬“快速致富”者们大同小异。我能够明显地看出这是如何吸引人们到技术分析的；然而，这再次证明人们被吸引到技术领域，而不管真实情况如何，不是交易者自身的原因。这与我们在书中和网络上看到的一样，甚至在我们分析它们的结果之前，人们就已经被诱惑去使用技术分析了。在 ATAA 的官方网站上，很少或根本没有预测高点或低点的内容，但我确实参加了其成员组织的一个研讨会，在研讨会上，那位成员声明可以那样做。如果这样的演讲者希望声明他们高于“快速致富”宣传队，那么我认为他们有责任做出更真实的论述，比如 ATAA 网站上的内容。否则，他们就是授人以口实——他们正在出售梦想，而不是可以获得持续交易的有效交易方法。

已经证明，即使是受人尊敬的技术分析家也是在帮忙宣扬使用简单的方法就可以获利的思想，接下来我想描述一些其他的常用促销方法，以及它们是如何误导交易者们的。为了证明这一点，我将引用一家较大的澳大利亚公司使用的广告和促销活动。虽然这家公司的确教授一些有关股票市场基本面的东西，但实际教授的选择交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易的方法是技术价位的应用，比如股价伴随着成交量和移动平均的变化而突破新的高点。

这家公司现在在澳大利亚本地新闻上做的广告特别多，特别是它还提供了一些接受过他们的培训的成功交易者的例子。该公司在2004年5月的一则广告中建议，拥有1万澳元或更多资金，愿意提高自己的经济水平，以及每天至少有30分钟从事交易，这些就是你所需要的全部。全套培训课程的费用是5000澳元。记住前面这一些，然后让我们再看一则2004年2月的广告。在“令人叹服的交易业绩”标题之下列出了下面三位公司客户在三个月的时间里取得的业绩。

| 姓 名 | 期初资本 | 期末结余 | 3个月的获利 |
|---|---|---|---|
| 提 姆 | 6030美元 | 11593美元 | 92% |
| 约耳 | 8511美元 | 13350美元 | 57% |
| 布朗文 | 5495美元 | 7338美元 | 34% |

从表面上来看，上表表明该公司的三位客户是成功的，证明该公司的培训的确有效。但是，作为该公司要求的一部分，它要求交易者至少需要1万澳元，但这三位客户没有一位的期初资本达到1万澳元。还令我感到惊奇的是如果某人只有5495澳元，或者说8511澳元用于交易，那么它愿意花5000澳元参加培训吗？而且，如果该公司接受培训过后只能剩下3000澳元用于交易的私人交易者，那么我怀疑其道德有问题(我认识到在这一行业中，道德总是被抛在一边，但我个人认为所有的参与者，特别是在对待私人客户时，应该尽可能表现出自己的高尚职业道德)。

如果我们认为这些私人交易者的启动资本最少是1万澳元，那么他们都不是如广告上所说的成功者。实际上，他们在这一阶段中都还在亏损，包括第三位交易者。实际上，在考虑交易费之后，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们的交易业绩都不怎么样。此外，第一位和第三位按照百分比(该公司喜欢强调的)亏损得相当厉害：分别达到约 40%和 45%。面对如此大的亏损，很少有人会继续交易。

宣传这类成功，并不是只有该广告一个。在另一则广告中，那位顶级交易者在三个月的时间里获利 263%，期初资本只有 3328 澳元，而到了期末就变成 12089 澳元。如果初始资本为 1 万澳元，那么这位“星级”交易者在这段成功期间之前已经亏损了接近 70%。我将进一步讨论，对于这位交易者来说，变化如此剧烈的收益与可靠的交易技术是不协调的。

当我访问该公司的网站以获取更多信息时，我发现两个周期，其中一些资金较大的实例具有类似的交易结果。第一个实例周期在 2003 年的第二季度，有 11 组结果，其中只有三组具有 1 万或超过 1 万澳元的期初资本。真实情况是位居第二的交易者只有 2000 澳元的期初资本。第二个实例周期是 2003 年的第三季度，在 13 个账户中只有 4 个的期初资本是 1 万澳元。位居第二的交易者只有 3589 澳元，增长了 281%。这里并不需要技术家来识别趋势。

在另外一则广告中，该公司突出展示了最成功的私人交易，而且每个例子都是市值很小的公司(最大只有 1.1 亿澳元，最小的那家只有 500 万澳元或 3.4 万美元)，而且股票价格非常低(低至 12 澳分或 8 美分)。这些几乎不是受过培训的交易者和投资者应该涉足的那种股票。我认为，如果这些是该公司的课程引导人们去交易的那种股票，那么他们的培训一点都不像他们所声明的那么有效。

前面我想证明的是这家公司所做的声明，即便是正确的，他们举的实例也不能很清楚的证明他们提供的培训是有效的或可靠的。从表面上看来，他们展示的是成功的交易者，而实际上，这些交易者中的许多都很有可能是亏损者。或许该公司的一些客户的启动资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本真的小于1万澳元，但很难相信它的大多数客户拥有如此少的交易资本，特别是他们刚刚花了5000澳元参加培训。此外，该公司声明的一些成功交易者是交易面值在一元以下的一些投机股票，所以当他们成功时将显示出很高的收益百分比，这一点也不能证明他们所用的是一套可靠的系统。因为在我引用的广告中，每一笔成功的交易都是在做市值非常低的股票时获得的，所以根据这些前后关系，我没有选出一笔真正成功的交易。

我们再次看到，人们是如何被聪明的促销策略吸引到技术分析世界的了。这家公司的广告以“赚钱良机”和“交易股票市场可以使你赚钱”等语句打头。当然，它们对于公众非常有吸引力，就如同在本章的前面部分我给出其他例子一样。最终结果是世界上每年有成千上万的私人交易者被吸引到技术分析领域，而这都是老练的兜售技巧的功劳。虽然像ATAA(总之是正统的)这样的组织承认技术分析不应该用来预测未来的价格或者低点和高点，但许多广告和技术分析课程却声明可以预测。实际上，这些公司和个人隐藏了技术分析具有缺陷的真相，而是告诉公众他们喜欢听到的——那就是在市场中应用技术分析有赚钱的容易方法。并不奇怪，有那么多人只看那些声明的表面，特别是因为那些声明往往伴随着几个来自满意的客户的证明。如果这些公司已经培训了几千人，那么即使他们可以向人们展示5位或10位，甚至20位满意客户，这些证据也没有多少实际意义。

这使我想起关于培训公司的一个有趣之处。它声明在过去的10多年里，少说已经培训了成千上万的交易者。从人口方面看，澳大利亚是一个小国家，在与经纪人和杂志编辑们讨论之后，我可以估算出交易者的数字大概在4万～5万之间。如果该公司的方法的确那么成功的话，我们可以认为那些获利的交易者将把该方法告诉他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们的朋友，以此类推。到今天为止，仅通过言传，整个澳大利亚应该都知道这些技术是多么优秀。很明显事实并非那样，该公司仍在为招徕新客户而大做广告。如果你是澳大利亚的一位交易者，那么当你只通过媒体广告听到这家公司(或其他类似公司)的话，那么它已经培训了几千位交易者的声明应该被看作是负面的而非正面的，因为如果它的方法是行之有效的，它就不再需要做广告了。

虽然在这里我研究的是两家澳大利亚公司，但是我发现相同的广告策略在世界范围内应用。我在前面提到的来自美国公司的大多数书名和网络链接，而且我确信所有的读者，不管他们是来自美国、欧洲、亚洲或其他的任何地方，肯定读到过类似的广告，听到过类似的声明。不幸的是，在任意一个区域的人们看来这些都是正常的。

例如，一家公司自称为“股票视窗和在线交易工具提供商的领航者”，在多次访问它的网站之后，我注意到它分析的最多的一些股票都相对较小。例如，再一次访问该公司网站的时候，用来做历史数据测试的那支最流行的股票市值只有 1.47 亿美元。于是，使用这些工具的交易者再次被吸引到非常小的股票。

当然，没有法律约束华而不实的广告；但对于交易新手来说，技术分析和图表的限制一般都解释得很不够清晰，以至于他们不能对这些技术的作用做出正确的、有见地的判断。在与私人交易者的谈话中，我得知对于技术分析不利面的认识只有当他们经历连续的亏损后才变得清晰。希望本书能够帮助交易新手们看到对于技术分析和图表技术的负面讨论，于是对于怎样交易或投资，他们可以做出更有见地的判断。

随着对技术课程和技术的推销活动，培训和交易系统之间的界限通常变得很模糊。结果是许多人有时花费高昂的学费去接受自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



认为是有关交易或投资的培训，但实际上只是学了一些特定的分析形式或者被引导使用一种特定形式的交易系统。当“培训”公司还可从售卖软件或交易系统获取更多利润时，这种情况尤其令人讨厌。我坚持认为培训公司应该培训人们关于交易的知识，而那些售卖软件或交易系统的公司不是培训公司，他们只是向客户提出建议，使用他们的产品可以使客户赚钱。在这一点上，当我读到 2004 年 10 月澳大利亚证券和投资委员会警告某“培训”公司有关一些它用来售卖软件包的兜售策略时，我感到非常振奋。

许多人已经在某些培训公司注册，那些公司声称可以培训他们的客户交易，但实际上只是推荐并培训某种形式的交易，比如甘氏理论或基于移动平均的系统。这些人中的一部分很快注意到他们并未受到培训，而是买了一套系统，但许多梦想成为交易者的人却在这种误导面前上钩了。他们首先不得不为该系统的优点支付“培训”费用，然后为了购买软件再支付另一部分费用，该软件可以使他们实现所需的分析。实际上，该过程的第一部分不是培训，它只是促销，所以人们不应该花高昂的费用去参加这种促销会。

甚至许多较大的“培训”公司也是那样操作的，所以我希望对他们可能使用的促销方法和为什么他们的交易技术或系统可能不如他们声称的那么有效或可靠给人们以警示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 2 章　为什么技术分析看起来很有道理

## 我们只看到赢家

虽然我不同意他们的分析形式和促销手段，但是我并不认为大多数或全部技术分析课程提供商使用技术分析没有赚到钱，而且我认为这个世界上有许多交易者通过类似的一种形式或另一种形式的图表或技术而获利。在本章中我想说明的是多种原因证明这种形式的分析不是真正有实效的。第一点正如我在第 1 章中所描述的，许多人使用技术分析，仅仅是因为它是可以获得的主要培训形式，而且受到聪明的促销手段和一些误导式声明的支持。

多少年来，成千上万的交易者已经使用过技术分析。而且如我在前面所讨论的，这个数字还在增长。我认为在可以预见的未来一段时间里，它还要持续增长(将这一数字画成图表的话，肯定是一个陡峭的上升趋势)。在所有这些使用过技术分析的交易者中，肯定有一些成功者。这些成功的交易者或许声明是他们的系统或分析形式起了作用，而且在这些交易者中间我们会发现有技术分析课程的提供者。通常人们不会认为他们的成功可能是归功于运气或某种市场状态的组合。那么，那些使用技术分析而亏损的交易者们呢？承认失败，让广告宣传自己的失败，不是所有的人都愿意去做的事情，所以他们选择保持沉默。我们可以开始想像这样一幅场景：获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



胜者们歌唱着宣传他们的成功，而亏损者们悄悄地溜走，在我们研究技术分析时看不到亏损者。这种现象叫做生存偏差(survivorship bias)。我们在研究该领域时所获得的信息严重偏向于赢家，或者说幸存者。如果有100位交易者应用技术分析，而且有10位做得很棒，那么我们将只听到来自那10位成功者的声音。另外的90位不大可能去宣传他们是如何亏损的。

事实上，生存偏差广泛存在于金融行业。金融策划师和股票经纪人经常拿出图表，展示在过去的100多年里拥有股票将是多么伟大的一项投资。但这不一定是真的，它取决于我们拥有的是什么样的股票。如果标准普尔500指数在接下来的50年里上涨，那么股票经纪人将做出类似的声明，但对于那些拥有WorldCom或Enron的股民，结果会大不相同——试着告诉他们这两只股票会长期上涨。随着弱势股票不断被淘汰，强势股票不断加入，标准普尔500指数总是像被操纵似的不断上升。金融策划师们提供的图表和论述受到生存偏差的严重影响。

再看一下所有的报纸和网络广告，以及可以找到的书籍。有多少是使用技术分析而亏损的交易者所写的呢？如果有的话，答案当然是很少。我们所能找到的可能只有由基本面分析的支持者们写的几篇文章和论文，他们只是在理论基础上对技术型交易泛泛地发表了一些反对意见。对于交易新手，生存偏差意味着他们对技术分析的观点几乎总是正面的。依我的所见所闻(将在第3章做进一步讨论)技术型交易者的成功率可能小到交易新手们无法相信的地步。

生存偏差影响技术分析的方式还有一种。许多年来，各式各样的形态、指标和方法都已经被尝试过，我们今天看到的是其中的幸存者。如果只试过几十个，那么找出20或30个有效的可能会令人难忘，但由于已经试过了几千个，所以肯定有一些会再次变得表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出众。简而言之，它们是大量技术方法中最好的。市场的波动性意味着即使我们测试 1000 个我们知道的差劲的系统，有一些也可能获利。

在沙利文、蒂默曼和怀特的研究中(我将在第 4 章做进一步研究)，他们说道：

设想，假以时日，投资者们已经试验了大量的技术交易规则——理论上讲有数千种参数化的不同类型的规则。随着时间的推移，那些表现较好的规则逐渐受到较多的关注而被投资协会视为"严肃的竞争者"，同时不成功的交易规则逐渐被人们忘却。经过很长一段时间，只剩下少数几组交易规则，而且这些规则的历史记录证明了它们的优点。如果在这一段时间里测试了足够多的交易规则，即便时间足够长，那么仅凭运气也肯定有一些规则会产生超群的表现，而这些规则本身不具备对资产收益的预测能力！①

## 噪声交易者

哈佛大学的经济学教授安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)在他的《无效市场——行为金融简介》(Inefficient Markets——An Introduction to Behavial Finance)一书中提到：

当存在各种各样的噪声交易者时，其中一部分交易者可能因走运而获利，从而吸引仿效者……而且，即使噪声交易者不断亏损，由于他们还有可供投资的其他收入，所以他们仍旧不断进入市场。此外，每分钟都有一位新的噪声交易者产生。

首先，我应该先解释一下什么是噪声和噪声交易者。可以把噪

①Ryan Sullivan, Allan Timmerman, and Halbert White, "Data Snooping, Technical Trading Rule Performance, and the Bootstrap," London School of Economics Financial Markets Group, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



声看作(真实或可靠)信息的对立面，所以它可能包括提示或谣传。根据费希尔·布莱克(Fisher Black)[①]的定义，噪声交易者指的是那些利用自认为是交易利器的错误信息交易的交易者。我认为大部分利用技术分析交易的私人交易者都可被划分为噪声交易者。这些交易者们在交易时带着错误的希望，根据我在第1章中所描述的误导式论述进行交易。此外，他们的市场知识非常少，甚至比他们被告知他们不需要理解市场的基本面还要少。布莱克认为如果他们希望通过噪声交易获利，那么他们错了；而在本章的后面部分我将讲述，实际上，对于噪声交易者来说，在特定的形式下他们是可以赚钱的，并对这与技术交易的关系做了进一步阐述。

所以施莱弗认为通过运气和吸引仿效者，一些噪声交易者将会成功。人们不情愿承认他们的成功是因为运气，宁可相信是因为完善的决策。将此与亏损相比，大多数人则愿意把亏损归功于坏运气。因为有成千上万的交易者在使用各种各样的技术分析，所以市场波动性本身就可以产生成功。我们需要考虑一下至少这些成功可能是归功于好运气的可能性。如我在第1章中所讨论的，在澳大利亚的两个课程提供商声称他们已经培训了数千私人交易者，而在这样一个小国家，他们仍然需要广告他们的课程。如果真的培训了那么多人的话，即样本较大的话，这种情形看起来是在支持他们的方法不起作用的观点。因为所有的科学家都会告诉你，一个较大样本的结果将比一个小样本的结果更加可靠。如果一个培训机构培训了数千位交易者，而这数千交易者中的大多数都在努力获取利润，那么将削弱他们的教练所具有的优势，即使该教练仍旧在赚钱。

我还看到证据证明施莱弗的第二部分观点也是正确的——也就

---

①Fisher Black, "Noise," Journal of Finance, vol. 49, no. 3, 1986.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是说，即使噪声交易者遭遇亏损，他们在其他工作中的收入可以使他们重新进入市场。我曾经与许多参加过技术分析培训交易课程后经受亏损的私人交易者谈过，他们又攒钱去参加另一种技术分析。我曾经遇到一位交易者，他告诉我他已经在技术培训和交易中损失了 5 万澳元，但是他仍旧认为技术分析可以使他成为一名可以获利的交易者。在参加了澳大利亚许多顶级技术老师的研讨班之后，他得出的结论是不需要理解市场的基本面，也不需要寻找其他的策略制定方法。

于是，不仅有一些输家(在交易中)偷偷地离开，不想提他们是怎样或为什么亏损的，而且有一些仍旧在支持导致他们亏损的那种课程或分析形式。广告或生存偏差的影响如此之巨，以至于这些亏损者们相信他们的损失肯定是因为自己做错了什么。我还与那些参加过技术课程，但不再从事交易的私人交易者谈过(所以我认为那些技术不会带来利润)，他们对于那些课程仍旧大加赞赏。已经花了那么多钱，他们极不情愿去承认(尤其是对外界)他们可能已经犯了一个错误。

## 公众正在学习错误的事实

技术分析协会使用的广告的促销手段，使得一般大众开始学习错误的事实。在《非理性繁荣》一书中，席勒引用了几个在投资世界中这种现象的实例，比如人们都相信在长期投资中，股票通常比其他形式的投资，如债券要好，而不管事实到底是怎样，而且未来也未必是那样。席勒告诉我们另一些众所周知的事实，比如在 1965 年灯火管制之后的 9 个月里纽约的出生率暴增，还有在 1929 年崩盘时自杀率很高。这些想法看起来都非常合理，也很值得相信，于是我们很容易就接受了它们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所以，如果公众总被告知技术分析是科学或者它可以帮助他们预测市场，或者大多数交易者都在使用技术分析并获利，那么经过一段时间以后，这些声明可能都被作为事实而接受，即使事实并非如此(我将在本书中向读者展示真实的画面)。我认为现在有为数众多的私人交易者都对技术分析的优点确信不疑，而且认为目前的这种分析形式是经过实证的。

为什么这在近期变成一个更严重的问题呢？为什么近来对技术分析的兴趣变得更加普及呢？我认为原因之一是我们生活在一个这样的年代——人们认为计算机和数据分析可以解决我们的大部分或者全部问题。所以人们现在更愿意相信一种像技术分析这样的方法可以解开市场的古老之谜。市场被描述为一种正待解决的数学问题。计算机帮助我们登上月球，并使火星探测器成功着陆，所以认为它可以帮助我们计算出市场中的问题看起来似乎很有道理。市场可能太复杂以至于用计算机无法解决其中的问题，有各种各样的随机事件影响价格，市场参与者中的一部分，甚至所有参与者的非理性可能使得分析图表或基于数据预测市场变得毫无结果，这些想法都越来越被忽略了。

有趣的是，不管是投资银行，还是私人交易者，那些有信息技术背景的都被吸引到技术分析领域。他们把市场看作其他的正待解决的问题。我将在本书的后面部分讨论与我一起工作的两位此类交易者，因为他们所用方法的缺陷而表现很差。

另外，人们还开始相信如果一套系统被发现产生优秀的结果，那么如果把它卖给别人的话，该系统仍旧能为自己赚钱。如果这样一套系统变得众所周知的话，那么它的任何有效性都将消失。而人们往往会忽略，甚至忘却这一点。事实上，很有可能如果可以通过一个可识别的形态或系统赚钱，那么市场参与者将聚焦到这一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(有成千上万的交易者在盯着市场)，抢先占有该形态，经常使该形态变得毫无用处。纳西姆•尼古拉斯•塔勒布使用如下类推："如果交易者们探测到一个形态预测市场将在星期一上涨，那么，这样一个形态立即变得可以预测，于是预测到这一点的人们将在星期五购买股票，从而消除了该形态的预测性。"

## 历史数据测试滋生了过分的自信

历史数据测试的使用和教授是许多技术和机械式交易课程的核心内容。客户们被告知对一个系统做历史数据测试，测试者的发现将帮助客户选择他们的交易。如果某系统在过去有很高的成功率，那么它被推断为在未来也将是一套优秀的交易系统。能够(通过新的软件)进行这种分析，极大地为技术分析提供了一个真实可信的气氛。我可以想象大多数普通大众将对这种形式的分析产生非常深的印象，很容易被说服一套被证明在过去成功的系统很可能在将来也成功。不幸的是，历史数据测试和人们使用它的方法存在很多问题。

每天我都在想像，或许有数万交易者启动他们的历史数据测试软件，开始对各种交易规则进行他们自认为是非常彻底和有效的评估。他们将选择一只股票，比如说微软的股票，下载数个月的数据，然后施加特定的交易规则。有人相信(或者被培训至相信)在使用移动平均时要尝试各种参数组合的移动平均，直到发现在测试周期中最成功的那一组。的确，现在有一些软件能够把结果分解为许多不同的领域，看起来几乎是科学的结果。历史数据测试者现在将使用最成功的方法，确信它已经被证明是最棒的。

然而，让我们退后一步，看一下历史数据测试者到底做了什么。他在看着答案寻找最适合答案的形态，但只能从一组他知道有用的形态中选择，因为他知道答案。这被称作数据挖掘(data

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



snooping)。当然，他会找到一组在过去表现良好的规则，而且他测试的规则越多，最佳规则的表现就越好。但是，正如我们已经知道的，这些结果不能提供特别有用的信息。在 1992 年的一项对技术分析规则的研究中，布罗克(Brock)、拉克尼肖克(Lakonishok)和雷巴戎(LeBaron)声称，“可以设计不计其数的移动平均规则，而其中毫无疑问会有一些有效，但数据挖掘的危险是巨大的。”①

历史数据测试者必须要相信的是在过去表现良好的形态在将来必然表现良好。在接下来的两章里，我将阐述我对此的观点，以及对该领域的一些重大研究成果。可以说得更准确一点，一套在过去表现良好的系统的确在过去表现良好。它是否会延续过去的良好表现取决于许多变化因素；而由于历史数据测试软件不能够解释该系统为什么在过去的一段时间里表现优越，更不用说过去的情况是否会继续了。对于历史数据测试方法的培训师们来说太容易忽略掉这整个的灰色区域，而只是声明如果一套系统被证明在过去是成功的系统，那么它在将来必定可以提供较多的成功机会。

当然，历史数据测试者还必须相信，没有其他人注意到他检测出的形态；否则，其他人很有可能做相同的交易，而使得成功的机会消失。但是，在目前这样一个信息世界里，对于所有的交易者来说，那种软件都非常容易获得，更不用说投资银行和套利基金拥有的庞大的计算机系统和交易团队了。我们真的认为我们是发现那种形态的唯一一个吗？

而且历史数据测试提供的风险分析同样存在着巨大的缺陷。它从本质上来说，采取的是可能性的形式。历史数据测试者将寻找以前最有可能成功的交易规则。再者，如果您想获得这种方法所受限

---

①William Brock, Josef Lakonishok, and Blake LeBaron, “Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns,” Journal of Finance, vo. 47, 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



制的更雄辩、更可信的论述，请读一下塔勒布的名著。简而言之，如果一种方法推测有80%的可能性获利3%，20%的可能性亏损15%，那它还是一笔值得做的交易吗？该交易的实际期望回报值是负数。可能性不会提供准确的风险分析。

目前，一些软件包的确会对选定的交易规则提供一份更详细的分析。除了显示成功的可能性，它还详细列出所测方法的最佳和最差表现。于是历史数据测试者除了得到简单的成功可能性外，还可以看到并计算出（如果他们可以的话）期望回报率。还有重要的一点，如果一条交易规则已经引起过一次较大的亏损，那么历史数据测试者将注意到它，并采取相应的措施。于是使用这种软件的历史数据测试者在交易时将更有信心，但他们能够注意到交易的风险吗？

恐怕技术交易者这一次又错了。他们注意到的只是所研究的那段时间的交易风险。只有当交易环境持续时，这些研究才与现在的交易有关，而且即便那样的话，如我在下一章中所讲述的，它们也很有可能不再适用。如果市场环境发生了变化，那么历史数据测试结果将没有多大用处。举例说明，如果我们在某股票的一段历史数据上，比如6个月或1年，测试一条交易规则，而且在那一段时间里，那只股票不断攀升，而且很少波动，那么只有当该股票继续攀升时，我们的测试结果才有用。事实上，某条交易规则所表现出的最大亏损点只存在于研究期间的市场环境下。如果上述的那只股票下跌或变得更加不稳定，那么这样的发现可能被证明是无用的。在1970年的一份研究报告中，詹森（Jensen）和贝宁顿（Bennington）在谈及数据挖掘（data snooping）时写道：“给电脑足够的时间，我们确信可以在一组随机数字中找到一条机械交易规则——当然，如果我们在同一组数字上测试这条规则，我们肯定会成功。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在，我们明白了用历史数据测试方法来判断交易是一种有缺陷的分析，接下来让我们研究一下另一则广告，它来自一家售卖期权交易系统的公司。该公司拥有澳洲金融投资监管局(ASIC)颁发的金融服务执照(Australian Financial Services Licence)，表明它是一家值得依赖的公司。的确，该公司确实声明，“这不是一套快速致富的计划。”而同时它又声明其系统提供“免猜测交易”和一种“已经被测试过的可信赖的持续获利的方法。”该公司是如何知道的呢？因为它已经用历史数据测试过该系统。“我们提供两年的历史数据来测试我们的交易方法。”当然，该公司的交易方法在过去两年的数据上将非常奏效，因为它就是根据那些数据设计并测试通过的。根据我们对历史数据测试所受限制的理解，我们现在知道作为制定未来决策的基础，这种信息毫无用处。在下一章，我将讨论稳定性和可变的历史等话题，以帮助读者进一步认识这一点。或许该系统的销售商愿意推荐一套基于现在我将描述的报告所发现的系统。

## 最终揭秘

**由历史数据测试发现的最佳交易策略**

在苏利万(Sullivan)、蒂默曼(Timmermann)和怀特(White)的研究报告的第4页中，描述了一则报道举例说明了历史数据测试可以“证明”什么。他们解释加利福尼亚LP第一分部的常务董事大卫•莱因韦贝尔(David Leinweber)，怎样“发现标准普尔500(S&P 500)证券指数的单个最佳预测是孟加拉国的牛油产量。”

多少读者真的愿意将自己的交易决策基于孟加拉国的牛油产量?我们是否应该把这些发现归因于数据挖掘呢？

**银行雇用技术分析家增加了技术分析的可信性**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于多数私人交易者，几乎所有的投资银行和经纪人事务所都雇用技术分析家的事实可能被视为增加了技术分析的可信性。确实，只有当银行相信这些技术分析家的分析时才雇用它们。而事实上，这未必是事实。有些银行交易者的确使用技术分析(幸好对于我来说，与我一起工作的交易者没有)；无论如何，银行雇用技术分析师与他们雇用任何分析师的理由都是一样的：他们雇用他们认为可以帮助他们销售产品的人。因为有技术交易者，所以银行就要为他们提供研究以鼓励他们做更多的交易。如果更多交易者开始使用月相作为交易基础，那么银行将雇用天文学家。这类似于跑车生产商，在展览会上，雇佣迷人的模特儿站在车旁是因为模特儿有助于吸引该厂家的目标人群(主要是年轻的男性)。没有人认为这些女孩与汽车的性能或者品质有任何关联。

**这些规则在它们被设计的时期内的确有效，但是它们现在不再有效**

今天使用的许多工具不是新的，它们自从上个世纪前半叶就已经存在。在那段时期，内线交易和市场操纵非常流行。信息不是同时被传送到每个人；那些具有良好的通讯工具和交际的交易者收到信息比一般公众要快得多。因此在当时的投资者当中有一种强烈的感觉：“别人知道更多”。而且如果一只股票正在上涨(或者下跌)，多半是因为某人知道某些事情。我们随后将看出，这是一种人类心理的特性，他妨碍交易者做出正确判断。在那段时间里，持有如上所述的观点也许还有些理由，而且基于他人交易而生成的交易规则(趋势识别和追随)也许已经成功。

但是现今那样的情况已经不复存在，信息对每个人而言都是迅速的，他人知道得多些已经不再正确。因此，没有更进一步调查为什么趋势可能发生就追随趋势已经立不住脚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如同我们将在第 4 章看到的，当市场和信息变得对每个人来说都极易接近时，技术工具的有效性已经消失。

**培训师比我们认为的知道得多**

如果如同本书中我认为的那样，大多数使用技术分析的交易者亏损，那么又是如何出现获利者和亏损者的呢？显而易见的两点可能是运气和纪律，当然这些可能在其中起一些作用。第三点可能是这些胜利者可能接着变成培训师，他们对市场的其他方面知道得比我们认为的多一点。

还有，在本书中我认为如果只是分析一张图表，而不知道它的环境，几乎没什么作用。如果尽管告诉他们的客户这些图表告诉我们一切，这些胜利者也的确使用了一些较多的“基本面”方面的分析。但是，他们意识到这些方面可能是难以讲授或者对客户无吸引力的，所以他们将其忽略。毕竟，还是可以通过图表分析而轻松交易这种信念比较吸引人们使用图表。

例如，虽然理查德·拉塞尔(Richard Russell)[①]在他的分析中使用道氏理论(Dow Theory)，但是他的日报表涉及市场基本面的很多方面。他非常注意这些图表之外的东西和这些图表产生的环境。有趣的，他的确不认为他的分析形式使交易变得轻松；反而他告诉他的读者该行业是艰苦的，而且需要一些技巧和经验。尽管我可能不一定赞同道氏理论，但至少在认为对基础分析的认识有帮助和技术分析的确不会使交易变得轻松两个方面，拉塞尔先生对他的读者说的是老实话。

我想知道其他的技术培训师有多少使用一些比较基本面的技术，但对他们的客户却不如此诚实。

---

①Richard Russell 在他的网站 www.dowtheoryletters.com 上记录了一份相当棒的日志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 技术分析：一种自我实现的预言

多年来，技术分析或图表是否是可以自我实现的预言已经成为该行业最热门的话题之一。我在研究该主题时是怀着一丝恐惧的，但因为已有一些有趣的观点得到行为金融学家的支持，所以我还是做了。我将要努力去做的是把这些理论应用于我所看到的，目的是说明技术分析真的是可以自我实现的。

我对技术分析的忧虑之一是使用它需要交易者单纯地依赖于其他人先前的行动来制定交易决策。我发现它太过于被动。的确，技术分析的这一被动特性是它可以自我实现的原因之一。

实际上，技术交易者需要其他的、比较侧重于基本面的交易者来设定价格。我们应该清楚基本面交易者或更理性的交易者(他们有时未必一样)可以在没有技术交易者的情况下从事交易，但技术分析交易者在没有别人设定价格的情况下是无法交易的。例如，当一只新股初次公开发行(IPO)时，在该股票具有一定的历史数据之前，技术交易者不能进行交易。于是，一旦行情(价格)已经确定，技术交易者将开始分析看到的形态，剖析价格动向，然后制定自己的交易决策。以 IPO 为例，如果该股票自发行之日起就开始上涨，那么趋势跟踪交易者将开始买进，于是推动股票价格继续上涨。如果技术交易者比较多时，这变得特别有趣。

如果技术交易者的数量比较大(当然，该数字在过去的 20 多年里已经增长)，那么这第一轮动能或趋势买进将引发新的买进。更多的技术交易者将意识到现在强劲的趋势，而价格将涨得更高。现在的情形是，早期进入的技术交易者已经被“证明”是正确的，而且将要获利。而对于后来进入的交易者，如果有足够多的技术交易者或如果有一些特殊的基本面新闻发布，那么他们可能赚钱，但他们容易受到一个比较特别的问题的影响，也就是说他们的交易的被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动特性所带来的直接后果。哈里森·洪(Harrison Hong)和杰里米·施泰(Jeremy Stein)因将该问题描述如下：

理想状态下，交易者应用动能策略，因为价格上涨信号来自于基本面的好消息尚未彻底地影响价格。但有时价格上涨不是新闻的结果，而只是上一轮动能交易的影响。因为动能交易不是直接受新闻是否已经真正发布的影响，所以动能交易者不知道他们是早期进入者还是迟到者。所以他们必须……接受有时他们是在早期动能交易已经将价格推动到偏离均衡值很远时买进的事实。[1]

这种当价格上升后买进(并且在价格下跌后卖出)的现象叫做正反馈交易。这种现象不仅存在于证券市场，在所有市场中都可以看到它的身影，包括房地产和保险业。价格将延续过去而运动的推论，以及这种现象的自我实现特性，都类似于我们都熟知的一种发生在饭店的现象。如果有彼此相邻的两家饭店，当决定去哪一家就餐时，我们很有可能去比较忙的那一家。人们一般会认为比较忙的那一家是因为它的饭菜比较好。而事实却未必是那样。实际上，对于饭店主来说，第一位就餐者的决定起决定性的作用，因为他的行为将鼓励其他就餐者。

正反馈交易包含了一种交易心理，这种心理被许多非常成功的交易者运用过，比如乔治·索罗斯(George Soros)和约翰·梅纳德·凯因斯(John Maynard Keynes)(除了是一位有名的经济学家外，凯因斯还是一位非常成功的投资家)。

索罗斯把这种心理叫做“自反性(reflexivity)”。用他的话说，“金融市场试图预测未来的价格，而未来的价格取决于参与者们的决策。金融市场不仅不是消极地反映现实，而是主动地创造现

①Harrison Hong and Jeremy Stein, “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets,” Journal of Finance, vol. 54, no. 6, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实，反过来又反映出来。在当前的决策和未来的事件之间有一条双向的连接通道。”[①]简而言之，他是说明天的市场价格将直接受今天的参与者们所做决策的影响。

对于多数读者来说，这听起来可能是一种常识，但这种观点及其派生观点并不为大众所欢迎。例如，许多技术分析家不相信他们的行为真的会影响价格，因为这将意味着承认技术分析具有自我实现的可能性。

我们可以再次开始看出，一个市场中存在什么类型的交易者可以决定如何在该市场中交易。关于正反馈交易的一个较近的例子是网络股泡沫。网络股的价格越是不断增长，人们就越相信网络股将持续增长，于是网络股持续增长。正如施莱弗所认为的，这可以引起一个泡沫型循环。

你可能会问，为什么泡沫不会更频繁地产生呢？部分原因是，正常情况下基本面交易者和理性交易者比正反馈交易者要多，至少人数差不多。但是，如果某种特定的想法(不管是不是误导)变得足够流行，正反馈交易者的数量可以变得足够大，以使价格偏移均衡状态。不仅如此，一些正常状态下的理性交易者可能加入到正反馈交易者的行列，因为他们发现那是阻力最小的通路。

乔治•索洛斯(我认为他是一位理智的、博学的投资家)在他的书中举了很多交易者加入正反馈交易的例子。例如，在上世界 60 年代，当消息闭塞的交易者把集团股票炒至一个脱离现实的价位时，索罗斯认为最好的策略不是卖空这些股票来迎接崩盘的到来，而是继续购买这些股票，并认为将有更多消息闭塞的投资者加入购买者的行列(主要是趋势跟踪者或正反馈交易者)。的确，集团股的

①George Soros, The Crisis of Global Capitalism (Boston: Little, Brown, 1998) . In fact, reflexivity is covered in many of Soros´s books, including The Alchemy of Finance.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



崩盘花了几年的时间才开始，只到1970年才发生。索罗斯与其他正反馈交易者之间最大的区别在于他知道自己为什么购买和价格为什么上涨，而其他人购买只是因为价格在上涨。他们不知道价格为什么上涨，也不关心。他们观察了过去的行情，所以相信集团股价格的快速上升将继续下去。

凯因斯对此的描述，如同大家所期望的，要更精彩一些。他把股票市场比作报纸上的选美比赛，其中的赢家是猜中哪一位美女会得到来自其他读者的选票最多的那一位。

于是，即便是非常博学的投资者和交易者都接受这样一种思想，即参与者的类型和他们使用的技术可以对价格产生较大的影响。如果有足够多的正反馈交易者，即使他们的想法是非理性的，一些消息灵通的交易者也将按相同的方式交易——俗话说："如果你不能打败他们，就加入他们。"

行为经济学家也认为非理性交易者确实可以影响价格。在前面，我曾经引用安德烈•施莱弗(Andrei Shleifer)的话来说明一些噪声交易者可能会因走运而赚钱，而且他们可以吸引仿效者。他还说，"这样不断吸引新人还将增加噪声交易者对价格的影响。"其他人，包括费希尔•布莱克(Fisher Black)和理查得•塞勒(Richard Thaler)也曾经对此话题展开过讨论，这些作者通过研究都得出相同的结论，那就是噪声交易者能够影响价格。而且还有很多实例证明噪声交易者是如何使市场的波动性增加的。施莱弗和其他经济学家证明"噪声交易者风险"是怎样阻止套利者或理性交易者利用看起来远离平衡点的价格交易的，因为他们要面临价格继续偏离平衡点的风险。作为交易知识比较丰富的交易者，他们是反对冒险的，而有时这可以使得噪声交易者或非理性交易者主导市场，因为他们交易知识的欠缺，他们将不自觉地承担更多的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于是我们从成功投资者和行为金融学家那里都得到证明，正反馈交易可以影响价格，并且在特定的环境下可以引起价格泡沫。

现在让我们试着把这些理论与技术分析联系起来。首先，我认为正反馈交易和技术分析交易的概念有着很大的相似性。这使得技术分析与可以自我实现的预言高度相似，而且有时非常有可能。在对该项目的一份研究报告中，亚历山大•施特雷默写道，“技术交易的存在使得技术交易规则自己变得成功。”他总结道，“我们的结果证明，虽然他们事前是非理性的，但他们的大量存在可以使技术交易规则在事后变得可以获利。换句话说，技术交易可以被看作是一种‘自我实现的预言’。这些结论都与事实相吻合。”①

而且，当越来越多的交易者使用或关注技术时，技术规则的自我实现几率就会增加。当技术交易者在市场参与者中占有较大比例时，他们的思想和行动将更具有影响力。以我的经验，的确有一些合约比其他的一些更适合于用技术方法交易。我的意思是说在某些合约(特别是外汇和期货合约)中，在众所周知的技术价位附近，价格运动和成交量都会增加，而在其他的合约中则很少，如果有的话，也是类似的情况；技术价位很少有延续性。这已经帮助我得出结论，如果有足够多的参与者使用技术分析，那么它可以自我实现。

在我的交易生涯中，我曾经看到过清楚的例子，技术分析有时奏效不是因为它是一种有效或准确的分析形式，而是因为许多参与者知道其他人也使用它，而且它可以自我实现。例如，当我在伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)交易时，我看到许多期货交易者每天早晨都写下“重要技术价位”，他们摘抄自放在自助餐厅中的路透

①Alexander Stremme, “Technical Trading: A Self-Fulfilling Prophecy,” Stern School of Business, New York University, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



社新闻终端机上的一个页面。此处值得一提的是这些交易者不知道这些价位到底是什么。它们可能是一个52周的高点，一个支持价位，一周的高点，等等；路透社告诉他们的全部就是什么可能是支持和阻挡价位，用一个星号表示次要价位，用三个星号表示主要价位。虽然这些交易者主要跟随市场趋势交易，但是他们知道去关注技术交易者用来交易的价位，如果需要的话，他们也会据此采取行动。然而他们不知道，或者不关心这些价位是什么。如果我拥有黑客的技术可以入侵路透社的主机，那么我可以放上我所希望的价位，而这些交易者们将使用它们。(不过对他们来说，幸运的是我在使用微软的Word时还常常遇到麻烦，不用说成为黑客了！)

**技术分析泡沫会形成吗**

总的来说，通过形态识别或历史数据分析，或者两者同时使用，技术交易者们试图识别强劲的趋势，他们认为那些趋势将继续。如果有足够多的交易者持有类似的观点并使用类似的交易技术，作为正反馈交易的结果，很有可能形成泡沫。随着技术交易者数量的增加，我认为这些正反馈环形成的风险也在增加。但是，至少就目前来说，这意味着受正反馈交易和正反馈交易可以自我实现观念的影响，一些技术交易规则的确可以表现地相当成功。当交易某些我认为有较多的技术参与者的合约时，甚至我自己都有意识地去关注那些交易者们认为比较重要的价位，如果我认为他们的影响力足够强的话，我有时会加入他们。

施特雷默(Stremme)在他的研究中写道：“只要技术交易者在活动，泡沫就总是会形成……由噪声引起的波动将被技术分析拾取，并被相应的技术规则产生的买、卖信号放大。”在结论中，他写道：“但是，如果在市场中有一个足够强的基础价位，那么泡沫将总是在很短的时间内破灭。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据“如果你不能打败他们就加入他们”这句颇有哲理的话，当技术分析正是一个蓬勃发展的领域时，使用一些趋势跟踪规则和指标可以被证明是成功的，而且我们都需要使用他们。但是，如同我们看到的在 20 世纪 90 年代网络股的购买热潮，如果你只是因为别人购买自己就去购买的话，那么你将可能是迟到者而冒很大的风险，而且会被难以避免的价格回调所套牢。

此外，不管是根据经验还是根据行为金融学家对噪声交易的分析，都证明这样的正反馈交易或趋势交易将导致市场波动性增加。对于许多私人交易者来说，波动性增加可能使他们无法继续交易，而且如我在第 4 章中所要证明的，波动性增加确实可以降低技术分析的性能。于是，虽然技术分析可以在开始自我实现，但是有证据表明在长期的行情中，它可能会自我击败，因为它将导致市场的波动性增加。

**囚徒困境**

下面我将讨论一个由沙林•乔希(Shareen Joshi)，杰弗里•帕克(Jeffrey Parker)，和马克•贝多(Mark Beda)进行的研究。该研究是对于我们为什么可以使用技术分析，以及它的不断流行将如何影响其获利性能的研究(题目是“由技术分析引起的囚徒困境(A Prisoner's Dilemma Causes Technical Trading)”)。他们发现交易者们面临着众所周知的囚徒困境。对于从未遇到过这种情形的人们，囚徒困境是一种非常有趣的情形，其中每个人的决策都会影响所有的参与者。

在经典的模型中(由阿克塞罗德(Axellrod)、霍夫施塔特(Hofstadter)等提出)，有两个犯人因为犯罪被抓了起来，并且面临相同的选择。如果一个囚犯坦白而另一个拒绝承认犯罪，那么承认犯罪的那个将被释放，而拒绝承认的那个将在监狱中服刑 5 年。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



两个囚犯都拒绝承认，那么他们都将被判两年徒刑，而如果他们都坦白，他们都将服刑 4 年。两名囚犯都知道另一个囚犯的机会与自己相同，但他们之间无法进行沟通。

对于其中一名囚犯来说，如果他不承认，而另一个承认的话，那么他将可能服刑 5 年。在这种情况下，对于一个人来说，理智的决策是承认罪行，但悖论是如果他们都表现得很理智，那么他们每个人都将面对 4 年的徒刑，两个加起来总共是 8 年。在这种情形下，最好的结果是两个人都表现得不理智而拒绝承认犯罪。所以表现理智的结果不如表现非理智的结果好。该模型被应用于许多领域，包括商业和国际政治。

乔希(Joshi)等人总结道，把技术分析加入我们的交易是理性的，目的是增加我们的收入，所以基于这个原因，许多人会使用它们。面对存在的技术分析，我们应该使用它。然而，广泛地使用这些技术将在价格中产生正反馈和更多的噪声，从而降低每个人的收益。作者总结道，“技术交易是不可避免的，即便交易者会因技术交易被禁止而受益。”

这是一个有趣的困境，再次提出技术分析可以自我毁灭的思想。当然，把选择使用技术分析比作囚徒困境是用来调查为什么人们会使用它的一个非常有趣的方式。它实际上表明，用技术分析是理性的，因为作为个人我们应该利用它赚更多钱。但是，作为一个集体，没有人用这种技术比起大家都使用它们，我们会做的更好。虽然我可能有我的疑惑，以决定用技术分析是否是理性的，但囚徒困境的概念可与索罗斯的自反性思想联系，这一点非常有意思。参与者的行动将对其交易的市场产生直接的影响；没有什么预定的结果，是不会受我们的行动影响的。如果足够多的人以相同的方式交易，他们将对市场产生影响，并可能形成一个正反馈环。在这种情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况下，只有早期交易者具有较多获利机会，而迟到者将面临亏损；对于交易者这个整体来说，集体的收获是相当差的。

我们知道较高比例的期货交易者使用技术分析，这可能有助于解释为什么如此多期货交易者都失败——如果技术分析被广泛使用，对于每个人来说集体的回报是很微小的。其实我认为，不管我们利用什么分析交易，如果很多人都做同样的交易，那么此交易可能是一个危险的举动，并且预期收益不佳。我将在第二部分再次讨论这个话题。在整个这本书中我试图说明，不仅是有强有力的证据显示技术分析和图表是相当差劲的交易方法，而且也有不少可能的，绝对可靠的原因，来说明为何如此。

**回到可能的技术分析泡沫**

与互联网股票狂潮相反，很难明确设立技术分析泡沫的发展。我们很容易看到，任何带有.com 的股票都达到了极其荒谬的价格。但是，由于技术分析是应用于数以千计的合约，而不是一个容易辨识的泡沫，所以我们可以看到很多，更有选择性的泡沫。受到影响的产品的波动性也应该随之增加。早期趋势跟踪者可能会有回报，但迟到者(他们不知道自己是迟到者)将因持有错误估价的产品而被套牢。记住一点，是早期交易者的成功激励了仿效行为和整个正反馈过程。

当然，泡沫的发展，需要一系列因素到位。这些因素包括媒体的炒作，公众相信我们正处在一个新的时代，而且市民有足够余钱参与交易或投资。我已经表明，技术分析在媒体上越来越占上风。市民也逐渐被说服(经常听到虚假声明)，电脑和技术交易终于开始发掘市场的秘密，更重要的是，做到这一点的技术，并不是每个人都可以得到的。在这个时候，许多国家经过房价多年的不断上升与低失业率，许多个人也有剩余的资本参与交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为一名观众，我自己在柏斯博览会看到这方面的证据。我接触过许多人他们都渴望成为全职交易员。不少人声称他们厌倦了依靠勤劳工作而生活，他们可以通过交易过上高档的、舒适的生活。当我试图解释交易其实是一个艰难的行业，需要许多领域的知识，需要纪律和辛勤工作时，围绕在我身边的都是技术系统和培训商，他们声称使用他们经过证明的系统或培训，有容易的办法选择交易。与会者被告知，最后他们没有必要再学习市场的基本面；技术方法绕过了这一点。我将让读者自己猜一下谁的立场是对的，我还是那些技术课程提供商。

最近还有一个发展，也可能帮助技术交易者。迅速增长的保证金交易，例如 CFD，意味着私人投资者可以比先前对市场产生更大的影响。拥有 10000 美元的交易者现在可以交易达 20 万美元的股票。因此，尤其是在规模较小的股票中，我们已经看到，它们比较吸引技术交易者，技术规则有更大的机会能够自我实现。如果一个技术网站或系统只有 50 名追随者每个人拨出 5000 美元的保证金用于交易，而且保证金需求是 5%，那么这 50 个人就可以购买 500 万美元的股票。在第一章中我们看到，公司资本约为 100 万美元的股票是受交易者欢迎的，所以只是这 50 人，如果他们遵循了同样的策略，就可以购买这样一个公司 5%的股票。我的数字其实可能过于保守，因为有些系统有几百个信徒。因此，对于更大范围的技术系统，特别对较小型股来说，起初无论如何都会被自我实现，但迟到者(他们不知道自己的迟到者)将面临重大损失，因为价格已经远离平衡。

其实，作为一个副作用，市场的动态变化随着大量保证金交易的加入而加剧，尤其是当我们考虑到这样一个事实，大多数私人投资者只购买股票。一个澳大利亚的 CFD 提供商告诉我，其客户只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



20%左右卖空过股票。尤其像澳大利亚这样的国家，产生的额外购买力是巨大的，除了 40 个左右最大的公司之外，市值都相当小。

在这最后一节，我有些稍微偏离我的话题，并在这本书中加入一些猜想。同样是帮助加剧对该主题的辩论。我并不认为我绝对相信基于技术分析的泡沫将会形成，但我认为有足够证据显示，随着技术分析越来越普及，正反馈环形成的几率就越来越大。但是，如果技术分析泡沫的确形成，像所有类似基于错误理念的气泡一样，多数情况下将注定以失败告终。

而我希望证明的是，与技术分析师想让我们相信的相反，有很强的证据显示，技术分析可以自我实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 3 章　技术分析和市场真相

在最初两章中，我谈了一些对许多技术课程促销方法和许多技术课程提供商的论断的疑虑，而且举例证明了历史数据测试的限制。在本章中，我将会描述对在我的交易生涯中碰到的图表和技术分析的其他疑虑。就是这些总题引导我去研究在对技术分析的研究和当人们交易时，他们实际上是用什么方法制定决策的(这些将在第 4 章和第 5 章中讨论)，研究中是否有可用的证据。我想看看我收集的资料是支持我目睹的现实，还是与我的想法相背，支持使用技术分析。如果我觉得我是错的，我一向乐于改变，当交易时这种哲学在很多场合帮助过我。我的一个核心思想，我教给我所有的客户，就是在建立一个交易之后，总是不停地寻找新的证据和信息，如果新的证据和信息令人怀疑原交易，那么退出交易。实际上，我一直在寻找为什么我可能是错的，我从经验和我在第 5 章描述的研究中知道与大部分交易者采用的方法不同。

## 背景的重要性，第 1 部分：上升和下降的市场有所不同

在我的职业生涯之初，我第一次接触到图表。当时我在一家日本证券公司被聘请来交易日本认股权证。补充一句，在我的职业生涯中几乎总是如此，我进入日本市场恰在一次崩盘之前。我从 1989 年 11 月开始交易，当时市场的热情高涨。短短数周，行情发生了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



变化，当我在 1990 年 5 月被授权全面控制一个交易账户时，熊市正在全面开始。

我坐在我的部门经理旁边，每周五下午，当伦敦的市场收盘后，我们常常在一起讨论市场。多数交易者都竭力在熊市和熊市带来的巨大波动中挣扎。我的老板告诉我(对于日本公司来说很正常)，公司聘请了一位蜡烛图表分析专家。通常我们在交易桌前从未见过这位分析师的报告，但我的老板有时分享一些他的发现。对我来说变得非常明显的是，在接下来的几个月里蜡烛图分析师的观点总是偏离市场轨迹。举例来说，有时候，在日本当局注入公共资金之后，市场也许会大幅反弹。我当时被告知我们已经看到了看涨吞没日，或其他一些多头形态，而且我应该依反弹而交易。事实上，在蜡烛图分析师特别信服时，整个交易桌将被责成建立多头部位达到我们的极限。我不记得我们曾经因此而赚钱。以后可能有连续十余次这类事例发生，当我的老板再次告诉我，最近的反弹使得蜡烛图分析师认为日经指数将攀高时，我拒绝购买并回答，也许不会像先前一样很快下降，但它的确已经不再上涨！

因此，图表的介入没有给我留下印象。我的经理已经向我解释说，在这一刻之前，分析师一直享有良好的成功，而且非常受人尊敬。当市场下降时，他的表现已大大下降，而根据图表分析师的思想，不应该如此。

其实，我暗自庆幸自己在许多下跌的市场中交易过，我看到市场当下跌时与上涨时是多么不同。许多交易者和技术分析家，尤其是那些专注于股票的，几乎都是在价格上升的市场中交易。1987 年一段短暂的时间和 2000～2001 年，他们接触到的一些混乱和波动特征，属于下跌市场。举例来说，大部分技术课程提供商，只在牛市时才在澳洲培训股票交易者。这样的市场，在现实中最容易交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易，在这样一个市场中，技术分析的任何缺陷都不可能被发现。无论如何，对于股票交易者来说，这很可能是另一个因素促成了技术分析的成功。在下一章中，我将再次讨论一些研究的发现。

我目睹了(虽然对于市场我努力做到不一概而论)，对于股票来说，在下跌的市场中可能有尖锐的调整，而在上涨的市场中，这种调整就不那么频繁和严重。在上涨市场中，买盘逢低是一个常用的技术，虽然我个人本身并不赞同，但它可以产生良好的结果。然而，在熊市的反弹期间卖空是一个更加危险的主意，这也是只建议有经验的交易者卖空的原因之一。熊市反弹或轧短可以非常大，而且往往能感觉就像一个真正的反弹。它们可以伴随着成交量的增加，并与许多技术指标，如移动平均线和图表形态，以及我们看到的蜡烛图形态一起，给出买进讯号。当然，技术分析家会辩称，因为我们是在事后才知道它是一个熊市反弹，如果事实上是一轮涨势的开始呢？这是一个公平的说法，但我要说的是，这是事实，即他们正在寻找趋势的变化使他们暴露于他们是错误的风险中。如果市场一直在下跌(快速地)，我想行情已经改变比任何技术指标或图表形态可以提供更多的证据。此外，技术分析师认为，他们的分析工作将适用于所有市场。如果你相信移动平均线上的一个穿越，加上成交量的上升是一个积极的指标，那么你必须相信永远如此。然而，当你使用这种方法时，极有可能是处于熊市的反弹期，交易的风险－报酬比与你的期望将大不相同。

在支持和阻力价位中我见过类似的问题。重要的是，所谓支持价位，所谓支持价位，在下降的市场中他们往往不产生任何影响。交易者经常使用这句话， 在下跌的市场中没有任何支持价位，的确常常如此。再次，我所目睹的表明，如支持和阻力这样的理论或概念，在某些特定的市场中可能会有一些作用(通常较少波动的上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨市场中)，但并不能适用于所有市场。然而，有多少技术分析师将接受或教导别人，他们的理论只适用于某些市场条件呢？在特定的条件下相信的支持价位的失效，加上我观察到的在伦敦国际金融期货交易所交易的期货交易者们不知道所记录的价位是什么而盲目记录，促使我得出结论，如果支持和阻力价位真的有效，要么是因为参与者都知道它们，使它们有效，要么只能归因于偶然。多少交易者或投资者在不看图表的情况下能知道一份合约的 52 周价格史？又有多少在不看图表的情况下能够知道支持和阻力价位？那么，随着越来越多的人现在已经使用图表，如果他们已获悉这些价位有效，那么将能制定出更多这样的价位，并据此交易，是不是这样呢？再次，我们正进入技术分析作为一个自我实现的预言的主题。

支持和阻力理论说一旦被突破，支持价位将成为一个阻力价位，反之亦然。理由是在支持价位买进的投资者，在亏损后会汲取教训而不是重复犯错；事实上，他们现在应该是那一价位上的卖家。这个推论认为，投资者从自己的错误中汲取教训。不过，正如我在序言中所提到的，技术分析家想要我们同时相信投资者从他们的错误中汲取教训，和该领域的主要原则之一——历史重演和形态重复。如果投资者从过去汲取教训，那么他们会重复相同的形态吗？以我来说，是很难调和这些看法的。

我在上涨和下跌的市场中交易的经验，引导我对技术分析家提出另一点质疑，特别是在股票方面。由于绝大多数的股票交易者和投资者做多头交易(就是说，它们是股票购买者，而不是卖空者)，所以当股票价格上涨时他们(市场也是)显然比较快乐。股票价格下跌，尤其是比较大的下跌，可能很有损这些交易者的士气，这可以用来解释为什么伴随着价格下跌波动性经常增加。

因此，看到上涨的市场不同于下跌的市场，我看不出为何趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



反转形态对于两者来说应该是相同的。图表家相信双重顶和双重底、头肩顶和头肩底等形态的事实表明，相同的决策过程正发生在这两种情况下的参与者之间。我不能同意这种想法，所以我相信，如果这种形态业已发生，它必定是偶然，和图表家参与的，或者说技术分析自我实现的性质，两者的结果之一。当然，有可能是另一种建议，即事实上这些形态都远不及我们被引导去相信的那样成功。

如同詹姆斯•蒙蒂尔在《行为金融——洞察非理性心理和市场》一书中描述的，上涨和下跌的股票市场中的参与者之间的心理不一样，进一步的证据，可以从波动率指数(VIX index)看到。波动率指数(VIX index)是一种加权平均，表明了标准普尔 100(S&P100)指数中期权的波动率。当市场紧张时该指数往往上升，而市场稳定时它通常下降，所以波动率指数可用来观察市场参与者们的心理波动。蒙蒂尔证明如果按月在标准普尔 100 中有 5%的下降，表明波动性增长 30%，但在标准普尔 100 中 5%的按月上升，则表明波动性下降了 8%。该证据明确地显示，在股市中大幅下跌比上涨带来更多的恐惧。我想很多读者已经相信这是事实。但技术分析师想要我们相信参与者在上涨和下跌期间都经过类似的决策过程，因此，形态是相同的。他们还想让我们相信支持和阻力价位形成的方式类似，而且同样有效，但为什么在股票市场中会有效呢？尤其是当下跌行情比上涨行情的波动性大得多时。我们必须开始考虑，如果这种价位有效，他们只能是一种技术分析或偶然自我实现的结果，而不是对市场心理准确分析的结果。

## 背景的重要性，第 2 部分：稳定性

技术分析师想让我们相信，通过分析参与者过去的行动，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以很好地了解他们的思想和行为，因此知道未来的市场怎样。但如果参与者改变了呢？

据我的所见所闻，这是一个对实际市场如何运作更为现实的描述。每个市场的情况和结构是不断变化的。有新人加入，旧人退出，新的数据和资料进入市场，等等。因此，从以前的统计中得出的知识不太可靠。读者也将注意到与历史数据测试的缺陷紧密相连的这一点。这个概念是指不平稳性。

要想寻找实例，我们只需要回头看一下 20 世纪 90 年代后期的网络股狂潮就可以了。在那段期间，如潮的新参与者涌入市场，改变了那些股票的交易方式。这些股票崩盘后，其中许多人离开了市场。现在市场中有一些新的参与者，他们在交易时有着不同的想法和期望。因此，为何要把重点放在先前的交易者们创造的交易和图形上呢？我会认为在繁荣期形成的价格数据在现在与我们无关，它只是一个有趣的历史故事。过去的数据可以影响今天或者未来价格行情的唯一方式是有充足的参与者使用它当做参考。

虽然我使用了一个在一段较长时间内非平稳的例子，但是在现实中，私人交易者的这种行为发生于每日甚至每小时。举例来说，我描述的日本股市在 1990 年崩盘期间，我们不时会看到日本当局不断向市场注入资金，目的是稳定市场。一些技术指标，蜡烛图表方法，等等，就可以把这看作是弱势行情中的反转给出买进讯号。然而，这种公共资金不会持续很久，有时只有一个交易日。这当然并不表示市场扭转或新的买盘兴趣已进入市场。为了真正了解市场中发生了什么，我们需要看看图表不能显示出来的信息，于是我们可以理解价格波动的环境。那些只看图表，并认为价格告诉我们需要知道的一切的交易者们不会看到全貌。

因此，对过去价格的研究纯粹是研究过去的价格。这类似于体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



育比赛：如果所有球员和条件都一样的话，在先前的交锋中，一队击败另一队的事实可能有助于预测新游戏的结果。但是，如果一个队已经因受伤失去球员或者先前比赛时气候温暖、干燥，而现在场地又湿又滑，在判断现在的比赛结果时，先前的结果就不那么重要了。重要的是了解基本的情况，以及结果本身。

## 背景的重要性，第3部分：可变的历史

一个图表展示给我们的是什么呢？它向我们展示的是所有参与者在过去制定的决策产生的结果。通过了解非平稳性，我们已经能够看到过去参与者未必仍在市场中交易，因此过去的行情可能不是一个可靠的信息来源，不适合用来推测当前的市场心理。

不过，即使所有参与者都一样，即使在相同的条件下，每天的结果也不一定相同。在这一点上，市场就像体育比赛，是难以预测的。

让我们再次以体育比赛为例，比如足球比赛。如果我们有两场比赛，是由两支相同的球队在相同的场地环境及裁判员的情况下举行，我们会看到同样的比赛模式，并看到同样的比赛结果吗？从开球起，22名球员和裁判员都在制定决策，在两场比赛中他们是不会作出完全一模一样的决定的。毕竟，这是我们看体育比赛的原因：即使是相同的球队，其每场比赛的结果可能不同。人们在看似相同的环境下会做出不同的决定，这一事实使得体育比赛难以预测。在某场比赛中一个前锋可能做出一个漂亮的奔跑，然后进球得分。然而，在另一场比赛中，他可能不会做出同样的奔跑，又或者防卫球员将盯得很紧，或者他可能错过射门，或者门将可能将球扑出，或者该球员将球传递给别人，或者他可能踢得过远，或者……或者……或者……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所以，如果对于一个队来说一场比赛的结果是 3 比 0，这意味着对于相同的球队来说，在队形相同，甚至球员和环境都相同的情况下，第 2 场比赛结果也是 3 比 0 吗？当然不一定是。如果我们分析第一场比赛的过程和结果，在那种环境下，对于那些球员来说，我们看到的是一种可能的结果。但是，如果在第二次比赛时，球员们所做的数千决策中有任何一个或所有的都与第一次不同，那么可能有许多其他的结果。即便参与者相同，也可能有许多可变的结果。

对于市场来说，这也完全正确。当我们看一份图表时，我们所看到的只是可能的结果之一；可能有许许多多其他的结果。足球比赛只有 23 位参与者，而市场中有数以千计的参与者；所以可变的结果范围是巨大的。举例来说，在基于计算机的德国外汇市场繁忙和动荡的一天中，将有数以百计(甚至数以千计)的参与者制定决策，有许多订单进入以市价购买或出售。在相同的环境下，我们会期望完全相同的结果吗？开盘价，收盘价，最高价和最低价会完全相同吗？答案是不。某参与者几分之一秒的延迟将引起一个不同的市场价格。

对于交易者和投资者来说，非常重要的是理解我们已经看到的结果一定是最可能、或看起来最像的结果。希腊，在开始比赛时以 80 比 1 惨败，而最近一路过关斩将，获得欧洲足球锦标赛冠军。你将因此而认为该队将再次做出这样优秀的战绩吗？而技术分析家却认为可以，因为他把过去的行情看作是唯一可能的结果。他不考虑可能出现其他结果的可能性，因为它们并未在他的图表或指标中显现出来。你不能根据你没有看到的信息制定决策，所以技术分析家将认为希腊获胜是最可能出现的结果，因为那是他所看到的。而我们知道这是胡说。我们知道在体育比赛中可能爆冷门(这就是我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为什么喜欢看比赛的原因)，而在市场中也的确如此(对于我们来说，这就是我们为什么热爱交易的原因)。

我可以想象，许多读者在初次读到这里时，可以很容易接受体育比赛的例子，但是可能不容易接受它也适用于市场的想法。许多人，特别是技术分析家，很难接受这一事实，如此多的参与者制定如此多的决策，可能有数千种结果。对于技术分析者来说，这一点可能更重要，因为他们高度重视价格，比如日最高价或最低价，而这只是一个可能的直接结果。但事实是，我们必须接受，在生活的各个方面，包括市场，有时可能出现不大可能的结果，而认为市场总是按最有可能的结果交易根本不可信。任何人，只要接触过市场价格制定或市场决策能力，如果他或她是诚实的，那么将承认这一点。

我为什么把这些内容放在环境这一主题之下呢？答案是当研究过去的行情时，把它们放入当时的环境，然后努力去确定当时和将来可能出现的其他结果，对于交易者来说，是必须通过的一个重要过程。当分析一笔交易时，我们必须努力找出什么是未来可能出现的结果；特别是当我们需要理解最坏的结果，并防止受到伤害时。如果可能出现的最坏结果是一个巨大的亏损，那么我们应该避开此次交易。图表不能告诉我们可能出现的最坏结果，它们展示的只是一种可能的结果。技术分析家想让我们相信因为这一结果是胜出的一个，它最可能出现。而事实未必如此。

对于历史数据测试来说，情况完全相同。在前面的章节中，我讲了只有与历史数据测试期间的环境相同时，历史数据测试的结果才可能是准确的，而我们现在可能看到，即便环境相同，结果也未必相同。如果被分析的数据是一个不太可能出现的结果或事件造成的，那么我们必须理解这一点，并认识到它可能不会影响未来市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的价格。此外，我们需要使用我们自己的知识来判断我们交易的未来结果可能是什么。

技术分析师们的决策只基于可以看到的结果，并认为那是唯一的选择。他们忽视了其他的可能性。技术分析不能，也不提供对可变历史的任何研究。我曾与许多时常蒙受“不可预见”损失的私人技术交易者谈过。我的答复是，如果你甚至不去尝试寻找它，任何事件都是不可预见的。

我们可以使用来自体育界的另一个例子来分析一下理解背景的益处。在 2002 年冬运会的一场速滑决赛中，当其他选手都摔倒时，澳大利亚选手在最后一名，而他却最终得到金牌。现在，我们假设比赛将在第二天重新举行，我问两个人谁将赢。一个看过比赛，另一个只看过结果。很明显地，对于这两个人来说，他们的决策制定过程是不同的，并会得出截然相反的结论。那个只看过结果的人可能认为澳大利亚选手是最棒的滑冰手，并可能选择他。而看过比赛的那一位可能认为那位澳大利亚选手不大可能再获得那样的胜利机会。如果两人下注，我们应期待谁可以做得比较长久呢？

我曾经遇见过的和一起工作过的优秀交易者有一个主要的共同特点，就是他们观察数据和权衡给定交易的未来结果的能力很强。显然图表不能够告诉我们这些；我们还需要理解市场和正在发生的事件的环境。这在投资银行和套利基金时常被运用，但是私人交易者极少使用。听起来很强硬？那么，是不是不简单，但这项业务是不应该简单。那些进入该行业的人，如果相信有简单方法可以一直赚钱，那么他是在自欺欺人。许多交易者想尽办法寻找捷径，但在交易和投资行业，使用捷径可能有很大的缺陷。正如我会在稍后说明，这些捷径无非只是些经验法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 背景的重要性，第4部分：市场并非都一样

技术分析常常被形容为对市场心理的研究，它可以适用于所有市场。不过，当我交易过小型日本股票和美国10年期债券等多种市场后，显而易见的是，市场可以大不相同。可以获得的信息范围不同，参与者类型可以不同，而且衍生产品范围也可以不同(在第6章将对此作更详细的讨论)。所有这些都会影响当前的市场。

虽然图表家认为，他们的形态在所有的市场中都是可靠的，使用其他技术指标(如移动平均线)的分析人士声称，他们也非常了解市场的不同，不同的市场可能需要采用不同的研究。例如，用15日和29日移动平均一只股票可能引发成功交易信号，而通过分析相对强弱指标(RSI)和10日与30日移动平均线的交叉可能在另一只股票上产生明确的结果。这被称作为正确的市场寻找正确研究的一种方法。

然而，这是没有任何意义的。它只是鼓励交易者做更多的数据挖掘，直到他或她发现了一些数据，可以“证明”他或她希望自己证明的东西为止。再者，交易者被告知，通过对几十项现有指标的研究，直到产生一个或多个(昨日的)答案为止。

外汇市场与股票市场，比如生物科技股票，有着不同的参与者。大型对冲基金，中央银行，大公司和出口企业将交易前者，目的是对冲汇率风险，等等。这些团体中的大部分将不会参与后者的市场，基金经理人只购买股票，私人投资者将成为主要参与者。我至今没有发现任何证据表明，第二组参加者常用的交易技巧和思想类似于第一组。尤其是当这些交易工具价格下降时，我们可以看到较大的差别。

让我们以美元－日元市场为例，与可口可乐公司的股票作一下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比较。对于可口可乐的股票，大部分参与者均是股票持有人或买家，可以是养老基金经理，也可以是普通交易者。但是，相比之下，在美元对日元市场的大多数参与者不一定都做多美元。它是一个双向报价，交易者既可以做多美元，也可以做多日元。所以，如果可口可乐的股价大幅下跌，可以公平的说，大部分参加者将遭受损失，这将影响他们的交易(从行为金融学角度看还不止如此，这将在第 5 章详细讨论)。但是，如果美元对日元的汇率下跌，情况未必相同。一些参与者将持有亏损的头寸，日本出口商可能受到伤害(如果他们没有套利避险)，但一些交易者将因做多日元而盈利。当然，没有开盘兴趣，是不可能看到有多少多头和空头的，但我只想说，做多美元的交易者比例将比做多可口可乐的投资者比例低。因此，我看不出为什么我们被告知，如果一个双底形态在这两个市场同时形成，就表明这两个市场一定上涨。在两个市场中，参与者的利润和亏损情况是不同的，我们应该期望参与者的行为方式不同，所以，我们为什么要相信任何形态在这两个市场意义相同呢？

由于不同的市场有不同的概况和参与者，为什么我们同时又指望图表形态和技术指标适用于所有合约呢？如果技术分析的确是对市场心理的研究，那么为什么要将相同的形态用于所有市场呢？这是假定所有参与者交易的动机与心态相同，在本书第二部分我将讨论这种假设存在的问题。

即使在一个股票的子板块中，我也不能使用同样的方法分析所有的合约。例如，在分析涉及股票的交易时，我会希望知道它的价格 / 收益比率(P/E)，因为这可以帮助我决定该交易可能冒多大的风险，或者需要投入多少资金。我不会把价格 / 收益比为 80 的交易与价格 / 收益比为 12 的交易等同对待。它们是不同类型的产品具有不同的期望，并可能有着不同类型的参与者。举例来说，小型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



互联网或科技股能够吸引来自蓝筹银行的不同风格的交易者。

然而，当我们看图表形态或移动平均线线穿越或任何以技术为基础的方法时，我们再次看到同样的方法被用于所有的合同。在第一章中，我证明了很多技术交易者正被吸引至低价小盘股，极少有专业人士推荐交易这种股票。他们很容易发展为重复投机而卷入无休止的波动中，而蓝筹股通常不会这样。事实上，技术分析师宣称可以用同样的方法去分析完全不同的市场是技术分析的一个优点。利用同一技术分析参与者和背景完全不同的市场，他们竟然没有看出问题。他们必须相信，在所有市场和所有的情况下，所有人的行为都一样，而且他们会继续重复这种行为。

类似地，一些合约有各种衍生产品，而另一些则没有。衍生产品的影响有时可以是实质性的(在第 6 章中我将对此做进一步讨论)。再次，我觉得很难相信同样的形态，可以适用于分析具有衍生产品和不具有衍生产品的合约。

此外，一些合约有明确的市场规模，而有些则没有。举例来说，股市中，我们可以看到已发行的股票数量，这是不能改变的，除非公司在某种程度上转型。但对于期货，其合同数量是没有上限的，它可以被创造和交易，而对于基于这些期货合约的期权也是如此。当一天结束时，市场按需求和供应而运动。所以供应是一个重要因素，而且在某些情况下可以是至关重要的。再次，我看不出人们认为可以显示市场心理的图表形态，也可以同样地适用于对限期合同和开放式合同的分析。虽然对于期货和类似合约，我们可以跟踪开盘兴趣，以观察是否有新的头寸正在建立，但因为没有供应限额，所以市场可以以不同的方式交易。例如，如果某合同的发行规模被紧持有(即，如果大比例发行量被少数团体或个人持有)，那么这种合同的价格波动所反映的可能只是少数持大股者的交易，而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能真实反映整个市场。这样一份合约对价格的影响也可以是实质性的，因为，只有有限的供应，即使一个小买盘兴趣也可导致价格上涨。当然形态会产生，但在期货合约上产生的相同形态是否表现出同样的心理暗示，是值得商榷的。

如果技术分析师想让我相信他们是在研究市场心理，那么对于为何他们的分析是有关某一特定市场的，我想得到更多的证据。否则，我真的不关心某种形态在过去是否曾经发生过。毕竟，如果我不寻找形态，那么我将发现不了任何形态(我将在第 5 章对此做进一步论述)。

## 背景的重要性：综述

过去几小节概述了有关交易背景的几个不同的话题。不同的市场有不同的性格，参与者，衍生产品，等等。事实上，每个市场的环境也是不断变化的。因此，我很难相信，我应该主要去分析那些可能已经不存在的参与者们创造的数据和价格行情。此外，那些数据通常都是陈旧的。

我认为在观察过去的数据时，背景是非常重要的。我看到分析在网络股狂潮期间的价格没有什么作用，因为那个时代的许多参与者已经不再交易这些股票。我可以看到他们的行为可以影响今天的市场的唯一理由是，如果今天有足够的参与者回顾和使用当年他们创造的重要价位。

同样，相信同样的形态在所有市场中意味着同样的行情，对我来说似乎有点太简单了，我的经验告诉我，这是不可能的。毫无疑问，同样的形态已经出现在不同的市场，而且它们将继续被看到，但没有足够证据表明，它们确实突出了价格数据的心理方面，我对此仍持怀疑态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一些技术分析人士辩称，他们认识到，市场是不同的，相应地要使用不同的技术指标。不过，正如我所说，他们真的只是在做数据挖掘，以发现在过去什么是行之有效的。此外，图表形态的信徒们在所有市场中使用同一形态。

总之，我认为真正了解市场情绪或心理，并且能够充分了解过去的价格数据意味着什么，需要了解市场状况，而它是技术分析不能提供的。理解价格行为的背景对我们至关重要。

举例来说，在 2003 年伊拉克冲突中，股票与指数均有大幅波动，尤其是取决于冲突是否会持续(从联盟的角度来看)。如果联军遭受重大损失，股票将下跌。如果他们移近巴格达，股票将上涨。例如，如果我们看到一只股票，在一个这段时间形成的阻力价位上交易了解这一点非常重要。忧虑和担心可能导致参与者卖出，而使得阻力价位不起作用。因此，我认为那时所做的决策或价格，对于今天制定交易决策没有什么作用。如果今天的参与者把昨天的参与者创造的价格向上推动超过某个价位，我不相信它一定是心理上重要的，特别是当环境大不相同时。只有我认为它是重要的，并且我告诉别人它是重要的时，它才是重要的。

理解平稳性和可变历史的概念尤为重要。这些概念提供了一个强大的和有说服力的论据反对技术分析。我既不是一名数学家也不是一名科学家，也不是在这些领域的培训使我相信这些概念。我亲眼目睹了它们，多年来，它们已经形成了我交易的一个组成部分。因此，它们来自于经验，而不是教科书，我从经验中学到它们。

打高尔夫球的人也应该理解可变历史理论和它如何与结果的背景相联系。在打高尔夫球的人中间有句俗话，“记分卡上不能记录一切”。作为一个例子，让我们说，两名球员都是打同一洞，4 杆 350 码。其中一位失误一杆 60 码，然后再失误 80 码，然后又失误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



80 码，然后终于正确地打出了第四杆，球滚到了球穴区，然后进洞，完成 4 杆进洞。另一位球员先击出 250 码，然后漂亮的一击，球离旗子只有 15 英尺，然后两次推杆进洞。记分均表现出同样的分数，4 杆进洞，但如果这两个球员再次比赛，谁将更有可能重复这一分数呢？只研究记分卡和接受结果而不理解背景或者说为什么出现这样的分数，我们不会看到事件的整体。这同样适用于技术分析员和历史数据测试者，它们只接受别人提供的数据，然后从中计算交易思想。他们将错过所有其他的可能性，而有些情况在某些时间最有可能发生。

通过尝试了解背景，我们知道，单纯地依靠现在的价格数据或以前的价格数据是不足以作出决定的。例如，丰田花冠是一个非常受欢迎的车型，它现在的售价为 50000 美元。这意味着什么呢？除非我们把它与其他同类产品相比较，或比较消费物价指数的变化，否则如果该价格看起来有些失调，试着解释是为什么。单纯看价格是毫无意义的。我相信有很多读者这样分析汽车和电视机，但当他们交易或投资时却忘记了这一点，只是看别人买什么自己就买什么，别人卖什么自己就卖什么。

技术分析的一个主要卖点是，它可以用来分析任何市场。因此，一个交易者可以从买卖债券转到买卖股票，然后又转到交易货币，而使用相同的分析技巧。我找不到任何方式来判断这一点，无论它是经验还是心理，甚至是来自逻辑实证。

## 什么是图表

如果我们要研究技术分析和图表，那么我们在开始就要观察大多数技术研究最基础的部分——图形。直到最近，图形本身是否代表准确的市场活动还没有受到质疑，但现在有越来越多的业内人士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开始怀疑这一点。我曾经说过人们怎样学习错误的事实，以及大部分人似乎不愿意挑战公认的智慧。也许不愿意太苛刻了；更可能的，大多数人都乐于接受那些看起来对某一专业非常博学的人所告诉他们的信息，尤其是当有很多人说同样的话时。

因此，如果大部分金融顾问告诉我们，在某段时间内股票的表现总是超过债券，我们很可能会接受，即使事实并不是那样。如果技术分析师告诉我们，图表可以准确的代表一段时期的交易活动，那么，同样，大多数人会接受这一点。如果没有常识，这似乎异常完美。但是图表真的可以准确地反映一个时期的交易活动吗，或者它仅仅是我们看资料的一个简单而容易的方法？让我们看一个简单的例子(图 3-1 )。

我们在这里有一个例子，说明条形图如何显示一段期间的交易活动。此时，不管期限是一天，一小时，还是 5 分钟，这并不重要。根据条形图，这两个期间的开盘价都是 5 美元，收盘价都是 5.05 美元，这两个价格同时也是该期间的最高价和最低价。多数人和所有技术分析家都乐意接受，这是依据这段期间的交易活动制定决策所需的所有信息。

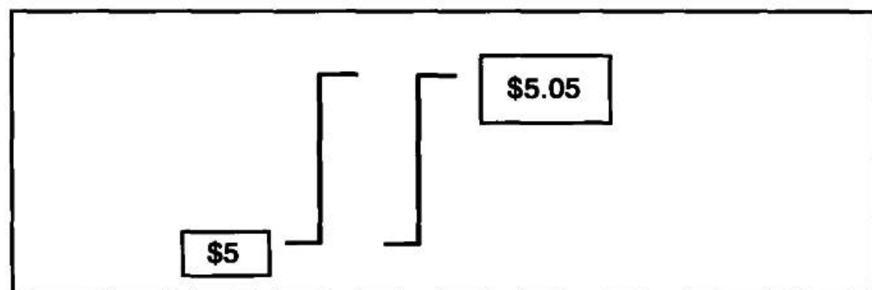



图 3-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，这两个条形图可能是由不同的方式形成的，这些方式可能不会显示在图中。例如，考虑下面的几组数据。两份合约的买卖报价差(bid-ask spread)都是 5.00-5.05。

| | 第 1 组数据 | | | 第 2 组数据 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 价格 | 成交量 | | 价格 | 成交量 |
| 开盘价 | 5.00 | | 开盘价 | 5.00 | |
| | 5.00×100,000 | | | 5.00×100,000 | |
| | 5.05×100,000 | | | 5.00×75,000 | |
| | 5.00×100,000 | | | 5.00×100,000 | |
| 收盘价 | 5.05×100,000 | | | 5.05×3,000 | |
| | | | | 5.00×70,000 | |
| | | | | 5.00×50,000 | |
| | | | 收盘价 | 5.05×2,000 | |

这两组数据所产生的条形图如图 3-1 所示，显然他们是不一样的(事实上，同样的条形图可能由数目庞大的不同的交易行为而形成)。首先，第 2 组比第 1 组有更多交易。但两者的成交量均会显示为 400000。事实上，交易数量的不同，在一个时期内可以还要大很多。如果在一个时期内只有两笔交易，那么它与 100 笔是否反映了相同的交易活动呢？在这两个例子中的成交量可能相同，也可能不相同，但活动类型肯定是不同的。

第 1 组数据所显示的合约的交易活动是双向活动，买家和卖家的实力相当。事实上，该期间的收盘价为 5.05，可能只是因为恰在收盘之前出现了一个这样的报价。所以据此判断该合约非常稳固，很有可能上涨，将是错误的推断。但很多技术分析人员将那样认为。

虽然第 1 组数据的条形图与第 2 组数据的条形图完全一样，但我们现在可以看到第 2 组数据与第 1 组数据所反映的其实是对一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



合约以完全不同的方式交易。第2组数据反映的交易主要以买方标价成交，但同样地，恰在收盘之前的一张买单产生收盘价为5.05。技术交易者可能被欺骗，以为该合约看起来是稳健的。第2组数据的条形图可以被图表分析家们看作是牛市的象征，因为该合约在最高价收盘，但这是一个巨大的简化，是一条经验法则。

事实上，在交易行业的这些年里，我见过数以千计的场合下收盘价并没有真正反映交易期间的交易活动。由于大多数交易者知道，对于技术交易者来说收盘价是特别重要的，可以想象——事实上，极有可能——一些交易者将利用买卖报价差，甚至购买或出售合约来制造一个收盘价，以更好地适应他们的需要，或者引发技术性止损单或新的技术交易。此时，历史数据测试者也应感到有点不舒服，因为他们下载的开盘价、最高价、最低价、收盘价这些数据，未必真正反映市场的活动。

这些类型的图表还丢失了市场活动的一个更关键要素，那就是波动。正如我们所看到的，第1组数据和第2组数据产生同一条形图，但它们是完全不同的性质。如果我们交易期权，那么第1组数据的合同比第2组数据的合同波动性要大。事实上，由于多数期权交易者使用图表化方法确定历史波动(即合同背后的波动)，因此在分析合同的波动性时，他们也能犯严重的错误。知道某合同的波动性可以而且应该影响到我们对交易的选择。

对于失实数据，条形图和蜡烛图都具有类似的问题。技术倡导者认为点数字图表可以帮助解决这个问题；然而，它们并不向我们显示成交量，所以，或许是需要一个组合，或者需要别的什么东西。也许更好的办法是尝试以获得每笔交易的数据，然后对它们进行分析。不过，虽然我相信这种技术可能优于使用条形图或蜡烛图，但对于大多数私人交易者来说有太多的数据来分析，而且我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



已经看到了私人交易者是如何对辛勤工作望而却步的了。

一笔交易一笔交易地观察数据，正是前伦敦国际金融期货交易所和其他场内交易所的交易者们原来所做的工作。有趣的是，在期货行业，这些交易者们的表现可以说是鹤立鸡群，而我相信这种方法的运用就是原因之一。

当市场转为屏幕型交易，上述场内交易者中有许多最初通过图表观察市场，而后亏损的情形象他们当年击败的交易者一样。他们要学会像以前一样观察市场还需要一段时间。

当一笔交易一笔交易地分析时，市场可能与只看图表所得到的印象完全不同。那些曾经在该行业做过市场庄家的能真正理解这一点。作为一个活跃的市场参与者，我目睹很多场合下，从某一时期的图表中看到的市场与实在的交易市场显得非常不同。事实上，在该行业中有越来越多人开始对标准图表形式无法表达的市场数据感兴趣，他们需要一个更原始的方式。经济学家理查德•奥尔森是这一领域的先驱之一，他的研究已经使他相信，“市场具有内部结构，参与者基于各自不同的概况和时间结构以指定的方式行动”[①]。为了进行这种形式的分析，奥尔森已经发明了一种提交数据的方法，虑及每个市场的季节性。交易较少的期间的数据将被压缩，而交易比较活跃的期间的数据将被扩大。因此，我们所看到的是在那一特定的时刻，参与者的数量和性格的背景下市场的行为。

因此，对于任何合同，我们不能简单地看同一类型图表或数据；相反，我们所观察的图表或数据是与某特定的合同以及参与者的行为直接相关的。因此，这将因合约不同而不同。

虽然我还不知道这种数据分析方法是否真的会引发出一种更强

①摘自 Olsen 网站，www.olsen.ch。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有力的市场预测方式(我还没有足够的接触该方法以作出判断)，它看起来的确是一种比目前使用的图表方式更好地观察市场数据的方式。重要的是，这种处理数据的方法，旨在通过考虑市场行为来捕捉波动。

所以我们可以看到，在该行业中有越来越多的人认为目前观察市场行情的方法、图表，是不够全面的，新的方法正在被尝试和使用。当然，也有一些交易者将只使用现有的技术手段，并运用它们去分析这些数据，但我已经描述了现有工具存在的一些问题，并在以下两章对他们做详细说明。我碰到一个研究报告①，它对这一方法做了测试。有意思的是作者说明了进行这些试验的原因。

他解释说，“许多技术性交易系统有不到50%的获利交易，但依靠事实获利交易弥补了更大数量的亏损交易”。所以他认为，大多数技术工具获得市场方向的正确率少于一半。在下一章，我们会看到类似的结果。

虽然研究结果表明，采用技术手段来分析该公司的数据，比分析普通数据可以得出更好的结果，但这并不表明这些工具的定向预测能力有多么显著。在预测正确的市场方向方面，使用市场时间数据的最佳结果是50%的成功率，使用正常数据的成功率是42%。说句公道话，作者并非有意证明这些工具的好处，只是说明是否使用他的公司的数据会获得更好的表现。

我已经描述了图形和开盘价、最高价、最低价、收盘价分析存在的几个问题，但我相信它们还存在其他的问题。但愿读者已经明

---

①该研究成果由高频金融公司（High Frequency Finance Inc.）的 Mar Levitt 在 1998 年 3 月的一份研究报告中发表，该报告名为“市场时间数据——提高技术分析和技术交易”(Market Time Data-Improving Technical Aralysis and Techrucal Trading)。该公司的软件计算市场时间（Market Time)，其中的每个交易周期取决于市场或金融工具的现状。该时间由物理时间来度量，随着市场活动性的变化而扩张和收缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



白，也许我们所用的图表不能准确地反映我们认为它们可以反映的数据。只是因为别人都在使用这些图，或者有人告诉我们它们是一种准确的显示数据的方式，或者是它们便于阅读，但这一切并不意味着我们应该使用它们。我们应该不在乎别人是否使用，因为其中大部分人赔钱；我们不应该毫无异议地相信别人告诉我们的东西，因为在该行业有太多的错误论断；我们不能总是用最简单的手段进行分析，因为它未必是最好的。事实上，我将在第 5 章讨论，使用图表其实与行为金融经济学家发现我们正在使用的偏差和经验法则一样。作为交易者或投资者，这些偏差其实都对我们起障碍作用，这也许可以解释为什么那么多人都做不好。

应该说在写完这一部分很多个月以后，我在范•索浦(Van Tharp)的《通向金融王国的自由之路》(Trade Your Way to Financial Freedom)一书中看到了类似的观点，而我可以告诉读者本节的观点完全是我自己的，我觉得我也应该承认索浦已经写过这个话题。

## 如果市场运动，就把它绘制下来

下面一段话引自序中提到的课程，

毫无疑问，技术分析是研究人的心理和人类的反应要素。这些情绪上的波动形成技术分析的基础，因为一般情况下，人们在市场中交易时，一遍又一遍地遵循一个重复性模式。

因此，技术分析家认为，之所以这些形态会一次又一次地发生，是因为人的心理因素，我认为公平地说，所有技术分析家们都同意这一点。这是他们分析的基本前提；其目的是要采用图表和数据形态，通过分析参与者的心理揭示市场情绪。

因此看到技术分析家在比如经济数据和价格 / 收益比率等主题上评估图表和数据时是非常有趣或有些令人感到疑惑的。例如，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经常看到对生产者物价指数(PPI)或消费物价指数(CPI)图表的分析。或许澳大利亚最受人尊敬的技术分析师曾经为ASX200分析了一份P/E比率图表。例如，她画了一条移动平均线，用她自己的话告诉读者，“看看这个图表，假设它是一只股票——现在你会买它吗？”她继续说，“跌破14价位，将确认熊市周期的延续”。

总的来说，P/E比率的一部分(即价格)受市场参与者的影响，所以对心理分析是开放的；但是，总体的收益部分却不可能受交易者和投资者情绪的影响。同样，我们当然不认为经济数据，例如生产者物价指数和消费者物价指数，可以用技术分析的“人类心理学”工具分析。

我在写这一章时，读了一份来自世界上最大的金融机构的一位技术分析师的研究报告。在这份特殊的报告中，他们展示的图表都画出了趋势线和其他类似的东西。这些图表所描述的主题包括美国首次申请失业救济、美国失业率、美国消费物价指数(CPI)，营建许可等。例如，在美国非农业人员薪水的图表下面，他们评论道，“一旦一轮趋势开始，逆趋势行情就变为一种失常状态”。

如果技术分析真是对市场心理的一种调查，那么为什么要应用到这样的数据上？它们并不是人们的交易工具产生的数据。如果移动平均的形态和突破，以及“重要”价位都是人类心理作用的结果，那么它们将被以数据的形式复制，而这些数据没有人直接输入。或者如果是的话，那么它肯定将只是偶然的。如果我用图表绘制利物浦的降雨量，我相信也会出现类似于圆形底、双顶、头肩型，但亦未见有人类的影响。

当然，我深切注意到有充分的证据证明P/E比率和股票价格[①]

①对此，约翰·莫登(John Mauldin)在瞄准未来投资(Bull's Eye Inevesting)一书中有一些很好的解释(纽约：John Wiley & Sons，2004)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之间具有某种关系，在分析股票时，我总要看 P/E 比率。然而，实际分析 P/E 图表和绘制“重要”的移动平均线，就相去甚远了。

我认为技术分析师把自己的工具用于分析非人类相关的数据，表明我们不是在调查人的心理，而是一种模式的分析。这些模式出现在各种数据中，不只是与人类相关的，实际上可能是随机出现的，或至少跟人的心理无多大关联。当然，使用自己的工具分析这种非人类得出的数据，技术分析师们弱化了他们所用方法的作用，使得画趋势线和看形态更可能仅仅是这种类型的人散布信息和制作决策的一种方法。

## 事后制图及相关问题

与图表形态相关的一个特殊问题是，许多形态只有在它们已经形成之后才可以真正识别。举例来说，只有当合约价格下降之后，双重顶才能算是一个真正的双重顶。毕竟，三重顶是一个已告失败的双重顶。如果可能的双重顶已经形成，合约价格真的上涨，那么以前的动作将被归因于巩固形态。因此许多技术分析师将参照“可能的”双重顶或头肩形态。

这对我们有何帮助呢？答案很简单，这对我们没有帮助。对于一个交易者来说，了解昨天发生的事情，类似于在前一天决定第二天的天气是否适合打高尔夫。天气预报说可能有骤雨，于是我们等到第二天，看看他们预报的是否正确。

为了进一步引起大家的兴趣，让我们看看图 3-2 中的两个形态。它们虽然是由我画出的，但公平地讲，它们是我们都可能碰到的例子。

在左边我们看到有可能形成头肩形态，但实际上它并未实现，合约价格扬头向上。由于颈线(由细线表示)未被突破，图表家们将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



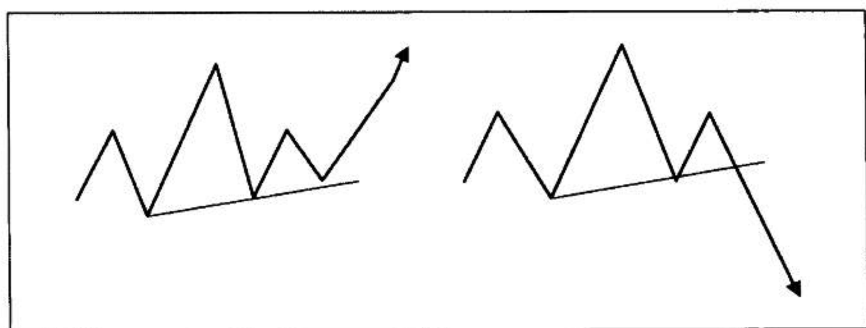


图 3–2

告诉我们，一个头肩形尚未正常形成，所以它实际上并没有失败。我相信所有的交易者在许多场合下都看到过这种形态。

右边是一个类似的形态，区别仅在于这个例子中颈线已被突破；合约价格继续下跌。此时图表分析师们将对我们说，头肩形态已经形成，并已开始起作用。再次，我不否认曾见过这类事件发生。

然而，让我们再看看这两个例子。直到图表的最后部分，这两个例子有什么不同吗？答案是没有。它们是(几乎完全)相同的。因此，技术分析师凭什么说右边例子中价格突破颈线下跌是前面形态的结果呢？事实是，前面的头肩形态与合约价格是否突破颈线毫无关联。在这种形态之后，合约价格有时会下跌；有时会上涨。在右肩之后，合约价格到底是下跌还是上涨取决于那一点及以后所发生的事情。技术分析师辩称右边的形态是一个头肩形态，左边的形态不是头肩形态，这与形态是由心理产生的观点是不相容的。如果形态是由心理产生的，那么为什么左边的形态不同于右边呢？同样的，对于双顶和其他形态也是如此。知道了非稳定性在起作用后，对此就不应该感到奇怪了。

形态可能不是由心理产生的观点也可以用下面的例子证明。下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



面是图 3-3，这是我们会经常看到的另一种类型的图。

它显示了一份合约(比如说这是一个汇率)正处于上升趋势，但在 A 点和 B 点之间，价格走了一段横盘。根据技术分析理论，AB 期间既可能是继续上涨之前的一段时期的巩固，也可能是下跌之前一段时间的分配。因为这是一种货币，没有成交量可供参考，虽然一些技术分析师将设法预测市场的方向，但多数会犹豫不决。

但是可以肯定的是，在上涨前巩固阶段的市场和下跌前分配阶段的市场之间有一个巨大的心理差异。如果一份关于它的图表和形态有助于展示给我们市场的心理，那么我们就不应该等到合约最后一个动作之后才决定到底发生了什么。然而，这正是许多技术分析师所做的：如果市场在 B 点之后上涨，他们将把 AB 期间称为巩固，如果下跌，他们会称之为分配或顶部。这种分析不是研究市场心理学；它是在找一个故事来形容市场的行动，并加上了后知后觉的益处。尽管人们发明了一系列指标来帮助我们制定决策，但是它们的效力，我们将在第 4 章中看到，是远非明确的。

当然，在市场已经动作之后确认头肩顶或双重顶的另一结果是，这个策略必然有一个非常高的成功率。当我听到一个成型的头肩形具有很高的成功率时，我并不感到奇怪(虽然我第 4 章中的发

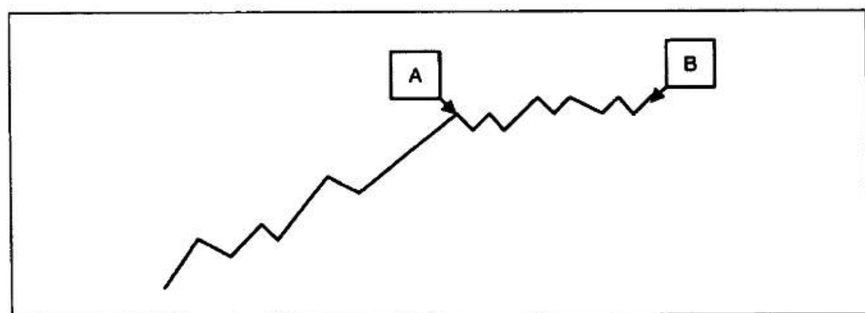



图 3-3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现对大家来说是一个冲击波)。在描述市场昨日的交易情况时，我也有百分之百的成功率。

## 交易者遇到的其他问题

特别是对于私人交易者，在技术分析和一些与交易技术相关的方面可能有很多其他问题。举例来说，对于那些被教导使用移动平均(可能还同时有成交量过滤)的交易者，当“系统”连续失利时将出现什么情况呢？由于私人交易者仅仅自学过交易的某一方面，所以他或她将被迫购买另一课程。学习成本在这样的一个人的交易生涯中可能是可观的。

在使用一套由其他人发明的交易系统方法时，学习成本成为另一个让人担心的问题。也就是说，私人交易者不知道为什么他或她正在赚钱或亏钱。人们被告知该系统有效，他们甚至可能会先做一些数据挖掘(或者说历史数据测试)，然后交易，但他们永远不可能知道其结果的真正原因。如果一个系统已经被证明是成功的，比如说已经做过历史数据测试，然后在使用它交易时产生了亏损，在不知道市场背景的情况下，交易者将如何找出在市场中到底发生了怎样的变化才使得系统失败？要继续使用同样的系统吗？毕竟，一次失败不会对历史数据测试结果产生太大的影响。

在前面，我已经讲了对于交易者来说，许多技术系统的风险分析和历史数据测试技术其实是没有多大用处的。除此之外，它们还带着另一种风险。如果某位交易者被告知或相信一套系统有效，那么这位交易者通常不再设置紧凑的止损。我知道很多技术教师倡导用纪律的方式交易，但实际情况往往是私人交易者在获悉他们所用的方法已被证明可行时，他们就不太可能及时退出正在亏损的交易。他们“知道”这一策略是成功的，所以他们可能被说服留在交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易中，直至“不可避免”的利润到来。正如所有专业交易者要告诉你的，抱着正在亏损的交易是交易者的天敌。

许多技术导师告诉他们的客户基本面分析与交易无关，许多交易者和投资者在基本知识甚少的情况下进入市场，直接使用图表或技术软件包交易。然而，他们在不具备那些基本知识的情况下，很难决定交易的风险或可能的报酬。我感到很惊讶的是，人们可以被说服花数千元上技术课或学习某种系统，而不首先学习基本知识和市场的运作机制。技术导师们告诉客户，他们并不需要了解这些事情，是再次误导客户。

## 成交量的重要性(或相反)

技术分析师告诉我们，成交量是一个重要的指标。大于正常值的成交量表明有更多资金注入趋势或形态。我必须说的是，如果有可能，我也要看成交量，虽然我一般把它归入市场背景。在今天的市场上，高成交量可能是由很多因素引起的，我会在第6章更详细地讨论。道•琼斯理论，其中包括一些技术分析的核心规则，比如“趋势必须得到成交量的确认”。

不包括成交量的研究，也是技术分析师们对反技术分析者们的主要批评。因此，如果一项研究公布，当用电脑将移动平均线或其他一些指标作为成功的交易工具进行分析时，这些工具没有成效，技术分析师将几乎总是声称，虽然对于单个指标来说可能是真的，但使用成交量过滤来选择成交量较大的市场运动将创造出不同的、更好的结果。这的确是批评的一个方面，一位技术交易者，加里•史密斯(Gary Smith)，在评论加里•赫斯特博士(Dr. Gary Hirst)的一项研究时的结论是，“统计学和数学所有这些工具——随机指标，强弱指标(RSI)，图表形态，艾略特波浪，等等，都不起作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果你把任意指标精确地输入电脑，然后测试它们是否会产生赚钱的统计基础；那只是一厢情愿。”

在网站 www.realmoney.com 上，史密斯反击道，“成交量的增加伴随突破，或者突破是仅基于价格因素吗？”当技术分析师们的方法被证明不成功时，这是他们的标准反击。个人交易者常常被教导在他们的分析中要把成交量作为一个重要组成部分。

牢记这一点，令我感到异常好奇的是如此多的技术分析师研究外汇市场，而外汇市场中买卖双方是不通过交易所直接交易的，其成交量不得而知。如果成交量如此重要，那么从技术研究中得出的对外汇的任结论都必须被看作是靠不住的。这非常类似于经济数据的研究；虽然技术分析师们宣称他们认为不应该分析这样的信息，但他们能够聚焦于自己喜爱的形态并使用自己的指标这一事实着实令人迷惑。也许汇市分析，均应附上一行免责声明，“对于外汇，在缺乏成交量时的分析，比起对其他产品的分析，可能是不太可靠的。”

事实上，在外汇市场上，即使是实际交易价格也没有被披露。我们所能看到的只是买卖价差。我觉得这很耐人寻味——对一个价格和成交量都不得而知的市场却进行了如此多的价格分析。

## 我们可以看到你了

我刚才已介绍了多少“本地”期货交易者在过去每天记下支撑和阻力价位。同样，几乎每家券商和投资银行每天或每周都会发出“重要的”技术价位。因此，相当多的市场参与者都知道这些价位，但他们使用这些价位的方式不同。

例如，其中当地人最喜爱的一项技术，就是捕捉技术交易者们的止损单。由于技术价位大家都可看到，当地人知道停损单常常会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



放在这些点的附近。通常引发这些停损单会有很好的回报。尽管大多数市场现在都基于电脑运作，目前仍有不少交易者喜欢引发技术性停损单。使那些显而易见的交易者出局是太好的机会，不容错过。

一些技术导师主张把停损单离开实际水平数点，以对付这种操作；不过，我的所见所闻还没有表明这有什么好处。有经验的交易者都知道这一点，很少在这一价位处设置止损。

另一种特别容易使技术交易者被发现的交易形式，是根据前一天的行情或收盘价产生的交易。当某合约的价格出现突破，并且收盘于"重要"价位之上时，显示为利好或利淡吞噬，或者提供一个类似的信号。技术交易者应该认识到这些信息是大家有目共睹的，很容易让他们成为较大的交易者们进攻的目标。我也并不认为这些资料有任何"优势"，当然，除非正反馈环形成。

让我们来看一个典型的例子，本例证明了从昨天的行情中得出交易是徒劳的。2004 年 7 月 21 日，在道•琼斯工业平均指数(DJIA)开盘之前，我收到了以下的技术研究。

在昨晚的格林斯潘评论之后，道·琼斯期货已给出了一些看涨信号(详见图 3-4)。近期的跌势暂时结束了？

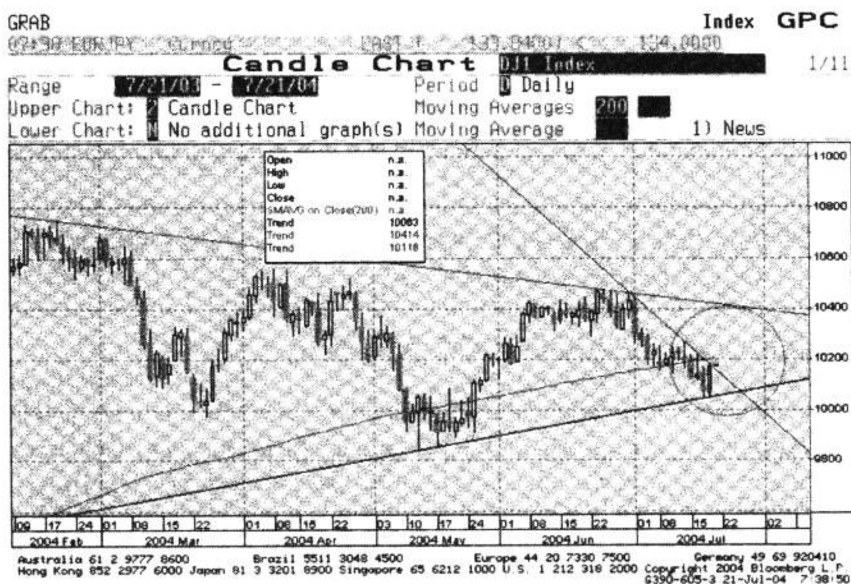
1. 位于 10048 点的双底；
2. 保持较长期上升趋势；
3. 利好吞噬日；
4. 短期下降趋势的突破。

初始目标将是 10420 点，接下来的较长期波动目标是 11000 点。在低于 10048 双重底处有一个清楚定义的止损价位。

于是在 7 月 21 日开盘时，我们有四个看似真实的技术原因购买 DJIA。我，以及其他多数交易者，将认为在开盘时有一个技术性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






*Source:* © Bloomberg L. P. All rights reserved. Reprinted with permission.

**图 3–4**

买盘，原因是先一天看到的价格行情看起来是利好的。实际上，在开盘时，由于许多开盘买单，市场并不跟随走高。然而，在那一天结束时，DJIA 已经下跌了超过 100 点，或者说大约 1 分钱。所以，这些技术指标不是反弹的先驱，这四个利好技术指标出现之后，实际上迎来了数月来 DJIA 最大的亏损。

虽然我不认为只展示一次失败就意味着这些指标全都无效，但技术交易者们必须明白，在这样的交易日里，他们很容易成为猎物。具有一个较大的反向订单的一个交易者或账户可能被鼓励使用技术交易，作为一个流量源来卖出自己的头寸。例如，在这个例子中，我们可以看到在前面几周里 DJIA 一直表现为弱势。任何一位想退出大型头寸的交易者，在这样的环境下，很难在不引起急剧下跌的情况下全身而退。所以，当知道 7 月 21 日开盘将是一个很好的技术性买入点时，那些拥有大型头寸的交易者意识到将有足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买家购买，所以可以卖出自己的头寸而不致引起市场下跌。由于我曾经亲自管理过大型头寸，所以我可以向读者保证，专业交易者在决定进场和出场时间时的确会考虑这些问题。

所以，基于图表的技术不仅不会给交易者带来优势，而且还可能使交易者很容易被击中。

## 技术交易的被动性

在生活中，我喜欢自己做自己的决定，这就是我。无论是购买汽车、电视还是股票，别人正在购买它们的事实都不足以说服我去做相同的事情。我注意到，在生活中有很多人在购买东西时喜欢赶时髦，但我把它看作一种缺点，无论如何我都不会采用那种方式。如果每个人都在购买某个牌子的汽车，我没有必要认为这个牌子的汽车在质量及性价比上会优于其他品牌。我喜欢自己做调查，并制定自己的决策。我想这可能是为什么那么多形式的技术分析都对我没有吸引力的另一个原因。常用的趋势跟踪技术主要是引导交易者们进入其他交易者已经进入的交易。我发现这种方法相当地被动，而且也很危险，因为我曾经看到其他交易者的决策本身就是错的。如果我不理解别人为什么购买或出售，那么我不会跟着做。如果把我的入场点和出场点都交由其他参与者控制，那么我将感觉非常不舒服。我想在自己研究的基础上制定决策。我认为这样做的好处是，我有更多的机会去了解任何获利或亏损背后的原因。仅通过知道为什么我是对的或错的，就可以提升我的决策制定水平，并提升我的交易水平。

人们通常认为有三种类型的市场参与者。第一组是见多识广者，他们在制定决策时是基于所有可用的信息。我认为投资银行和套利基金的交易者，以及比较博学的私人交易者(数量非常之少)都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



属于这一组。

第二组是比较有经验的技术交易者，他们比别人发现趋势要快，可能是因为他们确实使用了第一组中交易者们使用的分析过程，虽然他们在自己的追随着面前不承认这一点。然而，他们仍然是被动交易者，如果第一组参与者不先做出决策，他们就无法交易。

最后一组，包括大部分私人交易者，不管他们是跟踪趋势，依靠技术指标，还是依赖噪声交易。我把他们划分为一组是因为他们本质上都是极端被动的。只有在前两组参与者交易之后他们才交易，而且他们还可能从前两组参与者手中购买以使前两组参与者获利。偶尔，他们也将成功，但大部分时间他们都交易地太迟，将遭受巨额的亏损。令我不解的是为什么有人愿意加入这最后一组。我认为，要么就努力去理解市场，以便进入第一组，要么就知难而退。

## 技术交易的风险性

如我在第 1 章中所指出的，我们经常看到技术分析被描述为能够显示或预测顶部、底部和市场的反转。对于那些一心想找一种方法“击败市场”的私人交易者来说，这一点正中下怀。问题是这些反转指标的可靠性是备受争议的，它们的表现相当差劲。例如在“我看到你了！”这一部分所用的关于道•琼斯的例子，就可以说明什么将会发生。我想阐明的是试图“卖高”或“买低”听起来是一种令人佩服的策略，但它实际上非常危险，特别是当我们使用的方法本身就不可靠或考虑不周时。

媒体报道并不是像席勒(Shiller)所描述的那样立足于记录，技术分析倾向于从高点和低点，或可能出现的高点和低点角度来看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场。据说，经济学家已经预测出了过去三次经济衰退中的八个高点和低点，但当我在 2004 年中末期撰写本书时石油价格正在暴涨，技术分析师们已经根据过去几个月的大量数据预测出了石油价格的顶点。不管是一日反转还是一周反转都可视作顶点，而不管油价为什么上升或下降。更重要的是，为什么下一时期市场的主要行情将是那样。

寻找顶点和底点是风马牛不相及的事情。我们应该只对我们在那一刻看到的市场感兴趣，然后根据确凿的信息和风险 - 回报分析来制定决策。如果这使我们购买了一只在图表上已经形成一个顶点的股票，那又何妨！如果它意味着我们在一个已经可能形成的顶点上卖出一份合约，那么很好。但是，如我将在下一章将要阐述的，这些形态和指标的可靠性是值得怀疑的，所以努力制定自己的决策有很多益处。

在下一章，我将概要地讲述许多对技术交易所做研究的发现，显而易见，技术分析方法远非技术分析家们证明的那样。在现实中，使用这种方法的交易者们确实需要把一个新的风险考虑在内：即他们正在使用一种不可靠的分析方法。更糟糕的是，他们不能够找出为什么它是靠不住的。

## 让我们看一些数字

从我在伦敦 10 年与伦敦的私人客户经纪人的讨论中，从交易行业的杂志和刊物中，以及从与澳大利亚的经纪人们的谈话中，我得出一个结论，那就是这些年来交易者们的失败率并没有大的变化，各个国家均是如此。所以让我们看一些整个行业都在广泛谈论的数字。

所有市场中，亏损交易者和投资者估计占 80%左右。在期货交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易者中，人们通常认为失败率超过90%，并有可能接近95%。特别有意思的是，正如我刚才已提到的，据业界估计，在澳大利亚有80%左右的期货投资者依靠技术分析。这高于其他所有市场中失败交易者所占的百分比，包括持有私有股票的长者们，以及根据提示和谣传交易的交易者们。因此，如果我们在澳大利亚抽取1000名期货交易商，大约有950名将出现亏损，而这1000名交易者中有800名使用技术分析。在这800人中，最多有50人赚钱，而且那是只有当所有获胜者都是技术分析家时，这当然是未必如此。因此这个数字可能更低。最多有略多于6%的技术交易者从他们的分析中赚钱，很难证明这是一种成功的、有效的分析形式。期货交易者的亏损率高于行业平均水平，同时期货交易者更依赖于技术分析，这一事实表明这种形式的分析对于交易者来说是不利的。澳洲一位不愿透露姓名的经纪人承认，他的许多客户都是澳洲技术分析师协会(ATAA)的成员，用他的话说，“几乎所有的人都赔钱”。虽然期货行业的专家们都认为大多数私人交易者赔钱，而且大多数期货交易者使用技术分析，但是没有人愿意承认这中间存在联系。至少对于期货交易者来说，技术分析看起来不会带来好的结果。那些自认为擅长识别趋势和定位关联的交易者们，其实是对明显的事实视而不见。

对于期货交易者们如此拙劣的表现，经纪人和技术分析师们通常给出的解释是缺乏资金。几年前，我读过一位经纪人写的一篇文章。他的意思是说他从未见过小账户曾经赚过钱。他认为是交易账户的规模决定了一名交易者是否会通过交易期货赚钱。在本书的后面部分我们将看到，这通常就是为什么虽然技术工具表现很差劲，但交易者们仍然使用的原因。他们需要一直使用这些工具，那么最终他们就会赚钱。但这不是一种可靠的，或有力的交易技术；它是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据希望交易，对于大多数使用它的人，不会持续到“最终”。所以，账户规模不是关键问题，关键问题是交易技术的可靠性。

让我们把这一点与我们在第 1 章中看到的联系起来。大部分书籍、网站、交易课程和其他类似的材料，都试图传递给我们一种思想和期望，即技术分析是一种高度可靠的分析形式。但是，很容易看出真实的情况有所不同。由此也可以看出生存偏差的影响力有多么巨大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 4 章 对技术分析的研究

根据自己的亲身经验，已经讨论了一些我对技术分析的疑虑，在接下来的两章里，我将分析来自两个不同领域的发现。在第 5 章我将解释行为金融学的主题和发现，它是投资行业最引人注目的领域。对于技术分析，人们已经做了大量的研究，本章我将讨论其中的几个。

许多研究已经测试过技术交易工具并发现它们没有多大用处，而有一些则看起来是支持这种方法的，这两项研究都有很多例子，我很容易就可以举出一大堆。相反的，我所做的是寻找一组有趣的研究，可以帮助解释技术分析是否真的有效。其中一些研究是众所周知的，而另一些则鲜为人知，但它们对于技术分析的问题到底在哪里，都给出了深入的分析。有些研究表面看来是支持技术分析的确有效的，然而当我们做更进一步观察时，却并非如此简单。

重要的是，从一个公正的角度看，我所使用的研究报告几乎都是中立的作者，他们来自受人尊敬的机构，比如大学或美国联邦储备银行。对于技术分析，有几十份负面的研究报告，它们的作者在做分析之前或者是反对技术分析的，或者是来自反技术分析的机构。我认为在本章中我没有使用任何一份那样的报告。本书所用报告的作者并不是努力售卖一套课程或系统，他们只是尝试研究市场是否是真的有效，以及技术规则被如此广泛地使用，而它本身是否真的有用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我也曾试图专注于包含大样本周期的、可以接受更严格审查的研究。多数情况下，这意味着我使用 20 世纪 90 年代中期至后期的研究，那时的技术分析目标是产生更多可靠、可信的结果。但是，像那样的研究仍然存在很多潜在的问题，我将在本章对这些问题进行讨论。

通过努力去理解技术分析规则为什么有效，并在何时有效(如果有效的话)，我们可以开始看出我在前面的章节中表达出的对技术分析的疑虑是否是准确的。

这些研究的一部分，是由一些对数据挖掘持怀疑态度的人进行的，所以它们是实时进行的，而不仅是测试历史数据。此外，更迟的一些研究针对数据挖掘已经尝试采用了一些新技术。

## 交易费的影响

我们所要分析的第一份研究报告是由苏利万(Sullivan)、蒂默曼(Timmermann)和怀特(White)(简称为STW 小组)①所做的。由于该研究已经采用技术来努力避免数据挖掘的影响，所以它可能是最可信赖的研究之一。STW 的研究是对布罗克(Brock)，拉克尼肖克(Lakonishok)，和雷巴戎(LeBaron)(简称为 BLL 小组)②在 1992 年所做的一个研究的扩展版本，当时那个研究在道琼斯工业平均指数从 1897 年到 1986 年的数据上施加了 26 条交易规则。BLL 小组当时发现某些交易规则表现得相当成功；但是，作者也注意到存在数据挖掘的可能性会扭曲他们的结果。

①Ryan Sullivan, Allan Timmermann, and Halbert White, "Data-Snooping, Technical Trading Rule Performance, and the Bootstrap," London School of Economics Financial Markets Group, 1998.

②W. Brock, J. Lakonishok, and B. LeBaron, "Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns," Journal of Finance, vol. 47, 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于是，使用一项新技术，STW 小组又把相同的交易规则施加到相同的数据上。然后，他们又在这些数据上测试了接近 8000 条技术交易规则，并把 BLL 小组原来所用的规则和这些规则都在 1896 年至 1996 年的数据上做了测试。很明显，在 BLL 小组做研究时还没有这些数据。所以我们可以看出这是一项比较深入的研究，它涉及了数量庞大的技术交易规则，并在一个较大的采样周期上进行，而且为防止数据挖掘做了尝试。

BLL 小组发现最成功的是那些基于长期移动平均(50、150 或 200 日)的策略，而表现最佳的是 50 日变异移动平均，其年收益是 9.4%(而买进并持有的年收益只有 4.30%)。使用增加的样品规模，7846 条规则，STW 小组发现最好的交易规则是标准 5 日移动平均，其平均年收益为 17.2%。表面看来这些研究的发现都是支持移动平均的。

但是，这些研究没有把交易费用考虑在内。在更为可靠的 STW 小组研究中，最好的交易规则将产生 3610 笔交易，即每年 63.1 笔。为了使这些交易规则能在缴纳交易费之后还可获利，每笔交易所需的这些费用需要低于 0.27%。作者们认为交易费用在样本周期的开始阶段会稍高于那一水平，但在末期会低于那一水平。所以，即使是对美国的交易者而言，作者也不能肯定这些方法在缴纳交易费用后是否成功。

为了帮助这些作者们决定在美国这些交易规则在缴纳交易费用后是否还会获利，他们在标准普尔 500 指数上进行他们的测试，因为该合约的交易费用比较透明。他们发现在该合约 13 年的历史时间上，没有证据表明这些交易规则的表现会好于该基准(在缴费后)。

所以，或许对技术交易规则所完成的最可靠和最深入的研究认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为，虽然一些规则在缴纳交易费之前表现相当良好，但是如果我们把交易费考虑在内，获利将消失。由于交易费是我们交易过程中不可避免的部分，所以我们必须在我们的分析中考虑它们。这有点像我知道如果我可以批发或制造紫金手表，每只售价 100 美元，那么我可以因此获得大笔利润。但是我不能以如此便宜的价格制造或批发紫金手表，所以没有一点思考的必要。当然，如果真有一天我可以以那样便宜的价格制造或批发紫金手表，那么其他人也都将看到这种机会；而这种机会不会持续很长时间。所以，我们不应该考虑这样一种只有当不考虑交易费时才可获利的交易策略，必须面对现实才能成功。的确，BLL 小组他们自己在他们的结论中也建议仔细考虑交易费用是必要的。Bessembinder 和 Chan 在他们 1997 年的论文“市场有效性和技术分析的回报”(Market Efficiency and the Returns to Technical Analysis)中总结道，真正的交易费用可能高于 BLL 小组研究中最佳交易规则的盈亏平衡所需的费用，所以 BLL 小组的研究并不能证明技术规则具有获利能力。

关于这样的研究，还有重要的几点要说明。第一，不能保证我们现在使用的和已经在这些研究中使用的一些交易规则，在样本周期开始时已经被知道或使用。此外，很有可能我们使用的技术规则受到生存偏差的影响。请记住，我们正在测试的那些规则只是我们知道是有效的那些，因为它们已经被使用并存活了 100 年或更长的时间。100 年前使用的一些交易规则可能已经因为表现欠佳而被淘汰。所以我们在昨天的数据上测试今天最佳的规则而得出的结果可能帮助我们了解今天的工具在那段时间表现如何，但它们并不告诉我们在那段时间我们的真正交易表现是怎样，因为我们可能当时在使用已经不再使用的差劲的交易规则。STW 小组在他们的大部分研究时期内，已经努力去使用可以证明当时被使用的规则，但大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



研究没有把这一点考虑在内。

另外，为了获得STW小组的最佳结果——17.2%(缴纳交易费之前)，我们还需要知道在那时可用的8000多规则中哪一个是最好的。我认为公平地说，如果我们抽取一个有1000名交易者的样本，并给他们提供近8000条交易规则，那么极少有人能从中选择出最终被证明是最好的那一条规则。而且即便这条最佳规则在缴纳交易费后也可能不产生正的结果，由此我们可以看出使用这些规则，绝大部分交易者几乎肯定会亏损(缴纳交易费后)。

## 使用在过去表现最佳的技术也不会有效

对最后这一点进行一下扩展，STW小组认识到一个问题，那就是交易者如何在入场前决定最好的技术规则。于是他们构建了一套新的交易策略，他们首先确定到目前为止表现最好的交易规则，然后在第二天遵循这条交易规则交易。在试验期间，每天如此。这大体上就是历史数据测试者们的交易过程。STW小组写道，“由于每次只使用可用的历史信息，所以这种交易规则一个交易者就可以完成”(如果该交易规则在那时是众所周知的)。对于广大交易者来说，这种测试的结果在整个研究中是最重要的。

他们发现使用这种方法大大降低了这条规则的表现，“反映了投资者不可能事先知道事后表现最好的交易规则的特性。”对于交易者来说，使用这种历史数据测试方法基本上没有什么益处。在这里，我们将进一步证明历史数据测试方法是不成功的(针对那些需要这些证明的人们)。那些在过去表现良好的规则在将来未必表现良好。

根据后知之明，我们可以很明显地发现获胜的技术交易工具，但值得怀疑的是这些工具是否可以提前预知。威斯康星－麦迪逊大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



学(University of Wisconsin-Madison)的马克•莱迪(Mark Ready)在2002年发表的一篇名为"从技术交易规则中获利"(Profits from Technical Trading Rules)的论文中提出了这一疑问。莱迪使用遗传算法(genetic algorithm)技术来寻找一段时期内的最佳交易规则，然后使用该规则在接下来的一段时期里交易。这与STW小组所做的差不多，都是模仿历史数据测试者们的交易过程，不同的是莱迪可能测试了更多的规则。他还使用该技术测试了BLL小组的研究成果对数据挖掘的鲁棒性。

莱迪得出结论，交易者不可能知道1963年(BLL小组研究的起始日期)之前最好的移动平均表现得有多么好。同一个工具在BLL小组的研究之前和研究之后(1986年之后)都表现拙劣，莱迪认为BLL小组的研究成果可能是一个绝好的"由数据挖掘得出的欺骗性结果"。使用遗传算法可以很自由地选择在过去表现良好的任何策略，即便如此，在过去表现最好的技术在将来也表现不佳。这些结果与我在前面章节中表达的观点很吻合。我们在图表或过去的数据中所看到的是过去的交易者们所做的行为，如果我们知道这些行为的背景，或者未来的价格行情与过去完全一致(这几乎是不可能的)，那么我们才可以使用它们。

莱迪和STW小组的研究结果对于那些已经被说服使用历史数据测试方法，或者打算使用这种方法的交易者尤其重要。当然，如果我们回顾历史数据，我们可以发现某个交易工具曾经有效，而且如果我们在同段时期内对其进行测试，它也将是成功的，但这一点都不表明该工具在将来会为我们赚钱。首先，这种测试过程受到数据挖掘、生存偏差和确认性偏差的严重影响，测试时期通常是测试者知道该工具曾经奏效的那段时期(在第11章我将对此给出一个极好的实例)。其次，未来非常不可能与过去一样，所以从过去得出很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多结论是非常危险的。

我发现特别有趣的是，在放弃声明和产品揭发文章中，投资公司被迫写一些类似于“过去的表现不代表未来的表现”的东西。这样做有足够的理由，因为它是真的。然而，历史数据测试员和技术分析师们通常都认为过去的表现可以影响未来。

## 不稳定或表现较差的时期

在 1897～1986 年的近 100 年时间里，人们发现有些技术交易规则在不计交易费时可获得可观的利润。当把交易费用考虑在内时，它们的成功就不那么明显了。然后，当 STW 小组在 1987～1996 年这段时期上测试交易规则时，这一结果发生了相当大的变化。STW 小组总结道：

在这一段时期里，结果完全不一样了。表现最好的交易规则根据统计数据处于标准临界水平附近，一点都不显眼。当采用一个更稳定的可交易期货合约，S&P500 指数期货的数据时，该结果又得到了证实。而且没有证据表明任何交易规则在同一时期表现出众。

所以他们认为，“技术交易规则在 1987～1996 年期间具有经济价值，证据不足。”

虽然这段采样周期不如原来的长，但其长度仍可保证其结果是可信的、可用的。事实上，雷巴戎(属于 BLL 小组)在 1988～1999 年的数据上进行了同 BLL 小组一样的测试，发现那些交易规则的表现在这一段时间更差。

此外，并不是只有这些研究报告报道过这种发现。不管这些研究是否支持技术交易规则，它们都有一个共同的发现，那就是在 20 世纪 90 年代，技术交易规则的表现恶化了。即使是在 1990 年前被证明是获利的技术分析方法，在 90 年代的大部分时间里它们的表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现也都大打折扣，甚至在有些情况下完全不能获利(我将在下一部分讨论这是为什么)。

除了追溯性测试的结果可能因生存偏差而扭曲外，只分析一段较长的采样周期内的平均回报还可能隐藏一些重要信息。尤其是要找出在整个研究周期内是否有严重亏损期。

例如，在 Neely①所做的一份研究报告中，对某些技术交易规则持赞成态度，同时 Neely 也认识到严重亏损期的存在。例如，在 1995 年中有 149 天的时间，某规则亏损 28.2%。所以，虽然整个研究周期(1974 年 3 月至 1997 年 3 月)上，该交易规则产生正的结果，但是在 1995 年的 149 天里，使用它的交易者将损失其资本的近 30%。这种显著的性能下降，在现实中可能使交易者改变他的交易技术。事实上，在 Neely 做了研究后的第二年里，其中一种移动平均规则的回报率快速降至零，而这还没有考虑交易费用。我再次认为，当某规则的回报出现这种情况后，交易者再继续使用它的几率非常之低。交易者可能去寻找其他的交易方法。所以，该研究的总体结论可能不像第一眼看到它时那么好。他们假设即使有一年的时间表现不好，交易者还将继续使用相同的方法交易。

STW 小组把他们 100 年的研究周期划分为仍然较长的周期 20 年。于是很难发现是否有任何关于较大的表现恶化的类似例子。可能只要有一段时间显著亏损，就可以使交易者改变技术，而且，即便他使用最好的技术(记住，我们只能通过后知之明知道)，如果他有 6 个月或一年的时间没有获利或获利为负(包括交易费)，该交易者可能已经改变了他的技术。

①Christopher Neely, "Technical Analysis in the Foreign Exchange Market: A Layman's Guide," Federal Reserve Bank of St. Louis, 1997. Christopher Neely is an economist at the Federal Reserve Bank of St. Louis.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在 STW 小组的研究成果中，有很多有趣的数据。作者展示了使用最佳交易规则产生的获利交易和亏损交易的数目。在总的 6310 笔交易中，有 2501 次获利，3809 次亏损。对于技术分析师来说，好消息是从这些数据中可以看出，这种交易规则的风险／回报比看起来是好的，获利交易中获利的比重远大亏损交易的亏损。但是，如果我们从一个交易者使用该规则交易的角度来分析，因为有如此多的亏损交易，所以该交易者很有可能遭遇一连串的亏损。面对这样的交易结果，许多交易者将放弃这种技术。记住一点，这是最好的交易规则，在预测市场方向时它的准确率低于 40%，想想其他指标将有多么差劲！总的来说，一些表现较差的规则可能有较高比例的获利交易，但大部分无疑具有更低的比例。此外，即便是有较高比例的获利交易，我们知道，在付完交易费之后，这些规则也不再获利。

对于一个在如此长的周期内所做的研究，我们绝不可轻视其研究成果。市场可能上升，也可能下降，可能正如我们所愿，也可能与我们对着干(如果它还没有动作，那么我们没有必要了结我们的头寸，我们一直持有，直到市场动作为止)。那么，在理论上，我们有 50%的机会站在正确的一边，但是在这样长的一个样本周期上，最佳交易规则的正确率只有 40%。其他一些研究也支持这种观点，包括我在前面的章节中所引用的市场时间(Market Time)的研究。所以，你可以认为这些技术工具不仅没有提升我们预测未来价格运动的能力，而且是非常差劲的指标。

让我们将此与我们看到的技术分析广告联系起来。我所接触到的书籍、研讨会和课程，几乎没有把技术分析描绘成是对市场方向拙劣的预测者的。相反，我们被告知它可能帮助我们预测未来的方向；事实上，我们被告知的就是我们使用它的原因。我们必须注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意，即便是最好的指标，其错误次数通常也多于正确次数，不仅如此，正如我希望在本书中所证明的，长期交易的最终结果也是不确定的。

只有对这些研究进行深入的分析才会使类似于赢家和输家的数量这样的问题突显出来。如果只研究整个 100 年样本周期的数据或主要从数学的基础上来分析它，那么不会发现类似的问题。作为一名交易者，我唯一关心的是如果我使用这些如前所述的交易规则在整个如前所述的时期内交易，我的业绩将怎样。我认为公平地说，对于大多数交易者，如果他们面对一连串的亏损或显著的业绩下滑，他们将重新审视他们正在使用的交易方法。所以只分析某交易规则或图表形态的长期表现不会准确地反应一个交易者的业绩。至此，读者应该能够看到在分析过去的数据时存在多少陷阱。事实上有如此多的问题需要考虑(还没有说到缺陷)，这与我们通常被引导去相信的大相径庭。

## 猜想：为什么技术交易业绩在 20 世纪 90 年代会衰退

我曾经说过，许多对技术交易的研究表明其性能在 20 世纪 90 年代[①]大大下降。这个问题还值得研究，因为它可以帮助我们分析技术分析的起源和限制。

已有的证据表明，很有可能是在许多交易规则被最初发现的那段时期，它们表现出预测能力。但是，正如我们前面所看到的，当把交易费用考虑在内以后，它们就不再具有获利能力了。或许一些较大型的私人交易者或银行交易者有可能创造一个机会，但对于大

①These include studies by Ready, "Profits from Technical Trading Rules," University of Wisconsin-Madison, 1997; Sullivan, Timmermann, and White, 1998; and Peter Boswijk, Gerwin Griffioen, and Cars Hommes, "Success and Failure of Technical Strategies in the Cocoa Futures Market," Department of Quantitative Economics, CeNDEF, University of Amsterdam, 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



部分私人交易者来说，这种机会是可望而不可即的。一些职业交易者可能是这些技术规则的发明者，并且可能已经写书来解释自己的成功。但是，认为这些交易规则是成功的想法是错误的，因为它们假设没有交易费用，而对于大多数交易者来说，那是不可能的。交易费用是该行业中一个不可避免的组成部分，所以必须被考虑在内。

虽然许多遵循这些规则交易的人已经亏损，可能也有一些成功的交易，因为这些交易者可以“证明”他们的技术系统使用排除交易费的数据是成功的，所以很难与他们讨论。那些使用技术规则而亏损的交易者可能更多地去埋怨自己，而非自己使用的交易工具。

所以，理论上，我们看到技术交易规则具有较好的预测能力，但现实中，高额的交易费用将阻止大部分交易者获利。事实上，高额交易费用只是私人交易者将要面对的问题之一。技术规则的成功假设所有人都可以卖空，但对于许多私人交易者来说远非如此，直到近期，这才变得比较公平。过去慢速的通讯可能意味着在许多情况下某交易者想要交易的价格和实际交易价格之间可以非常的不同。

重要的是，因为某条技术规则在这些时间性能卓越并不意味着我们可以得出结论，即该交易规则本身就是成功之源。例如，反对内幕交易和市场操纵的立法在 20 世纪 30 年代才在美国被首次引入。之前，那些行为被认为广泛存在；毕竟，那就是为什么引入法律的原因。或许技术规则加速了这些活动。再重复一遍，我们在对任何决策做出论断之前，必须要知道它们所存在的背景。

1901 年，查尔斯•道在其所写的一篇文章中认为他的方法受市场操纵和内幕交易的影响。他写道：“市场总是或多或少地处于操纵之下。大型的操作手试图引导市场……他通过合法购买或通过操纵来抬高两到三只领跑股。”杰西•利弗莫尔就是那一时期的一名交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易者。任何一位读过他的书的人都将注意到他和其他大型交易者都可以将市场迫至一隅。虽然我不认为这种行为已经完全消失，但是在今天的市场中，由于全球流通和大多数交易工具都具有一组衍生产品，对于这种行为的产生已经异常困难，所以真的非常罕见了。此外，法律已经宣布许多这种行为不合法，而且在世界各地都有监管机构来监督这些法律的执行。虽然对于这些行为的早期论述仍然存在，但是技术分析已经建立起自己的名声，而且某些发明了技术方法的私人交易者的成功故事已经广为流传。事实上，这些私人交易者们的方法仍然是许多技术研究的基础。

然而，如我在第 1 章中所讨论的，在 20 世纪 80 年代，我们的市场开始产生实质性的改变。交易费用大幅下降，同时流动性、信息和通讯产生了令人振奋的进步。从 20 世纪 30 年代开始，大量的法律被引入，而在世界范围内监管机构的影响逐年增加，可疑的交易行为大大减少。现在，即便是平均水平的私人交易者也可以试图使用这些技术工具获利。那么这与 20 世纪 90 年代这些工具的性能下降相一致吗？或许，或许市场正如许多人所期望的那样运动。即，一旦一个形态变得清晰，而且交易者们能够根据它交易，那么该形态或技术工具的任何获利能力或预测能力将消失殆尽。

STW 小组讨论了这种可能，并且写道：

可能在历史上最佳交易规则的确有过出众的表现，但是近来，市场已经变得更加有效，所以这样的机会已经消失。股票市场中交易费用的降低和流通性的增加可能已经帮助去除了股票市场中短期形态的可能，该结论看起来与此恰好吻合。

如果这是真的，那么我们所拥有的只是一组技术交易规则，它们可能拾取流动性、信息和交易费用中的无效性，而非如我们所被引导相信的那样去分析市场心理。它们当初可能是有趣的方法，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在已经不是了。当研究技术分析时，我们经常要面对的问题是回报的源泉永远不会确切地知道。所以我们可能永远不知道这些规则为什么会展示出预测能力。对于每一位使用技术分析的交易者来说，这应该是关心的一个主要问题；他或她永远不能确切地知道一个研究看起来分析的是什么，所以不知道它何时会停止起作用。对于任何获利的解释只能是运气或随机。

已经存在了几十年的技术交易规则在今天的市场上变得不再有效，这不是一个新鲜的概念。但技术分析的支持者们总是拒绝接受。技术分析师们通常用来反驳这种观点的基础是他们所做的是对市场心理的研究，而市场心理并未改变。但是，他们真的可以确信他们的研究真正是对市场心理的研究吗？我在前面的章节中给出了许多例子，证明在技术分析和我所看到的市场心理之间存在矛盾。在下一章我将讨论行为金融学和技术分析的发现之间的这种矛盾。行为金融学是对人们如何进行决策制定的过程所做的研究。从 20 世纪 90 年代开始，技术指标的性能下滑，同时市场变得更容易进入，交易费用变得更加低廉，这纯粹是一种巧合吗？但是，有一种可能就是，这些指标所具有的任何优势是因为它们采集(或者它们的性能被夸大)特定的流通问题或市场操纵。如果是这样的话，它们在我们今天的市场中，大部分时间都没有什么作用。虽然我没有必要声明今天的市场在一种传统经济方式中是有效的，但是流通性和交易费用已经不再对大多数交易者的进入构成障碍。如果我们相信，我认为大部分人都会相信，市场参与者的心理多年来变化甚微，那么为什么一种心理分析工具的表现会自 20 世纪 90 年代起变得恶化呢？如果我们认为目前使用的许多技术工具在上世纪早期被首次应用于股票市场，那么我们必须考虑它们在那时的市场中拾取那时的市场存在无效性，但是它们可能不再适用于现在的股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场，以及其他所有的市场，特别是当我们有强有力的证据支持这些论述时。还有一种可能就是在这些技术工具变得更加流行的同时，它们也变得自我毁灭。即便一些技术分析的支持者也认为图表最终将趋于自我毁灭。

这只是一种猜想，只有当对技术分析的研究得出任何正面结果时它才需要，而且那些研究不能是数据挖掘的结果。如果如莱迪所认为的，即便是正面的结果也是归功于数据挖掘的影响，那么真的需要这样一种猜想。另外，即使技术工具可以在事后拾取原来市场的无效性，那么在我们制定将来的决策时不会提供任何帮助，而只能看作是历史性的。

事实上，很有可能技术工具不但不能拾取市场的无效性或流通问题而使交易者获利，而且其性能会被这些问题所扭曲。在历史数据测试中许多看起来非常成功的交易，对于大部分交易者来说是不可能的，因为他们或者缺乏借股的能力，或者受到卖空的限制，等等。

此外，不管这些工具是否会拾取流通中存在的问题，如我们将在接下来的几段里将看到的，它们仍然需要强劲的趋势，而且会产生更多的亏损交易，而非获利交易。

## 趋势的力量和波动性可能是重要的

我已经阐述了我的观点，即一些技术分析技术可能在一些市场行情下多少有一点作用，但在其他情况下不会，特别是在波动更剧烈的下跌(股票)市场中。Boswijk、Griffioen 和 Hommes(简称为 BGH 小组)[①]做了一项有趣的研究来分析这种可能性。BGH 小组把超过 5000 条的技术交易规则使用到两个不同的交易所，伦敦国际金

①Boswijk，Griffioen，and Hommes，2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



融期货交易所(LIFFE)和 CSCE 交易所，以及先令／美元汇率。

BGH 小组发现那些在 LIFFE 的可可期货交易中表现优越的交易规则在 CSCE 交易所则表现拙劣。他们认为"结果令人吃惊，因为两个市场的基础资产大致相同。"对于先令／美元汇率交易的结果有些混乱。虽然有些交易规则通常显示出很好的预测能力，但是在缴纳交易费之后却无利可言了。

经过进一步分析之后，BGH 小组发现，在合约的波动性和趋势的力量与技术交易规则的成功之间有一种联系。LIFFE 合约显示出强劲的趋势，这很容易被交易规则拾取，同时波动性也很高，帮助产生高于交易费用的回报。CSCE 合约则显示出较弱的趋势和较强的波动性。作者认为波动性相比趋势而言太强，所以那些技术规则不能揭示这些趋势。先令／美元汇率具有较弱的趋势和较低的波动性。于是，技术规则可能拾取其趋势，但低波动性意味着回报非常少，以致低于交易费用。有趣的是，BGH 小组还发现所有规则的性能在 20 世纪 90 年代都消失了。

来自 STW 小组研究的强有力的证据也证明技术工具需要较强的趋势才能使交易者获利。STW 小组的研究报告说亏损交易的数量远大于获利交易，但来自获利交易的利润足够大，足以弥补亏损交易带来的损失。为了使事情如此，两种情况需要发生。首先，交易者需要有纪律并且止损，其次，获利交易的动作需要足够大，以弥补亏损，即需要趋势足够强大。在他们的研究中，STW 小组保持每一个仓位持续预定的天数(5、10、25 和 50，于是仓位重复每个信号 4 次)。在该项研究中，技术工具在预测趋势或市场方向方面有 60%的时间是错误的，但我们可以在另外 40%的情况下得出结论，这些工具的确可以预测较强的趋势，从而产生可观的利润。因为不能主动出击，所以使用止损型纪律，我们可以更加满意，即行情的劲道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影响了技术工具的整体表现。

BGH 小组的研究表明，为了获利，技术交易规则需要市场趋势相对于市场波动性来说要足够强劲，而 STW 小组的研究可以使我们得出相同的结论。Market Time Study 的作者还解释说，技术分析信赖于获利大于亏损，这与它们被宣传的准确和可靠恰好相反。而我仍然认为任一对市场有相当的理解的交易者能够预测强趋势形的行情并获利，而不需要使用技术交易规则。人们认为技术分析有帮助的原因之一是它被认为可以显示出趋势的变化。而这些研究显示的却是另外一种模样，至少有时是那样。他们认为一些技术分析在某些市场行情(强趋势)下将会起作用，但在其他情况下不会。如果市场运动背后没有原因或趋势，或者如果趋势只是短期的或微弱的，那么有证据表明技术工具不能给我们提供任何帮助。当然，问题是在我们进入交易之前无法事先知道方向是否正确，也无法知道这一趋势是参与者得到新消息的结果还是其他动量买进的结果。所以，我发现很难得出结论说技术工具本身是一种很好的趋势变化指标(如果交易者的确相信趋势)。技术工具只是看起来可以辨识市场方向的变化，市场方向在将来可能持续也可能改变，取决于外部因素——不一定真的继续。

这些工具所需的强趋势不外乎是两种情况造成的结果：一种是有一些较强的基本面原因，另一种是正反馈环已经形成(通常是基于误导概念)。这种概念可能包括技术分析本身。如果有足够的参与者看到该趋势，并成为趋势跟踪者，那么该趋势可能持续并变得更加强大，如同我在第 2 章中所讨论的。所以当技术工具是可获利的时，我们必须考虑两种可能的情况：一是正反馈环的结果，另一种是技术分析自我实现特性作用的结果，我们相信这两种情况都可能发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事实上，BGH 小组确实认为：

技术分析可以拾取资产价格上足够强的趋势，而不必知道或理解这些趋势背后的经济力量。对于一名技术分析师来说，比较明智的做法是不仅仅相信他的图表，而是努力跟踪经济基本面，因为经济基本面的可以导致或加强探测到的趋势。如果技术图表和基本面指标都指向同一个方向，那么技术交易可能成功；否则注定失败。

BGH 小组的研究进一步提出了在波动性和获利性之间存在直接关联的可能性，这对于我们来说非常重要，两个主要原因如下。首先，技术分析师告诉我们他们的分析可以用于所有市场。事实上，澳大利亚一位领导级的技术分析师说道，“当市场变得炙手可热，无法控制时，技术分析变得更加重要了。”其次，如我在前面阐述过的，技术分析师们收集的图表或开盘价、最高价、最低价、收盘价等典型数据是分析波动性的一种拙劣方式。即使是通常使用的历史波动性测量也是拙劣的，因为它依靠与技术分析师们相同的数据。也就是说，对于历史波动性的标准计算包含使用每天的价格范围或最高价和最低价。但是从一名期权交易者的角度看，只使用日价格区间将不会给出准确的波动性数据。能够理解这一点的期权交易者有时可以比其他交易者获得较大的优势，其他交易者只是接受历史波动性数字，然后基于它制定自己的决策。

## 在股市中试验发现，长期交易的业绩和短期交易的业绩之间存在差异

在各项研究中，技术交易规则的第一个比较突出的方面是在股票交易中，长期业绩和短期业绩之间存在明显差异。

例如，在 STW 小组的研究中，每笔长期交易的平均回报率是 0.39%，而短期交易的平均回报率只有 0.19%。这个差异比较明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



显，表明长期交易在表现上要比短期交易好两倍多。两种类型的交易都是亏损交易数多于获利交易数，但是短期交易的亏损交易数几乎是获利交易数的两倍。这再次证明交易者可能在遭遇一连串亏损的短期交易后，将放弃所用的交易规则。我们还应该注意到，每笔交易 0.19%的回报率非常之低，对于世界范围内的所有私人交易者而言，在缴纳交易费后几乎没有希望获利。

BLL 小组的研究和后来雷巴戎的研究都发现长期交易回报的波动性明显低于短期交易。在 BLL 小组的研究中，买进信号之后是 12%的年平均回报率，而卖出信号之后是 7%的年平均亏损率，两者之间差距悬殊。

我们再次面对这样的结果，它们与技术分析师们告诉我们的相矛盾。我们被告知技术分析将在所有市场条件下有效，而有充分的证据表明，对于股市来说，技术分析在短期交易中的表现比长期交易要差很多。这对于我的观点和其他许多有经验的交易者们的观点是一种支持，即股票因其上涨或下跌而要采取不同的方式交易。下跌股市中的趋势跟踪与上涨股市中的趋势跟踪大不一样。在上涨和下跌的股市中使用相同的分析工具和方法，看起来没有任何依据。

## 杰文·格里芬(Gerwin Griffioen)

许多交易者可能不知道杰文·格里芬，但是他的博士论文“金融市场中的技术分析”(Technical Analysis in Financial Markets)是现有论文中令人印象最深刻，而且最全面的研究之一。本书篇幅有限，我不想对他的研究做过多的论述，我认为所有对此感兴趣的读者可以去访问他的网站(www.geocities.com/gerwingriffioen)。包括我在前面讨论过的对可可的研究，杰文博士在道·琼斯工业平均指数，该平均指数的成分股，阿姆斯特丹证券交易所指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数及其成分股，全球 MSCI 指数，和来自世界各地的 50 个指数上测试了 787 种技术工具和指标。所有测试结果都针对数据挖掘和风险作了调整。杰文进一步使用历史数据测试方法将原来最好的指标使用到每一次测试中。

对于道•琼斯指数和它的每一只成分股，对于技术指标来说没有明显的正面结果，包括使用历史数据测试方法。对于阿姆斯特丹指数，结果非常差劲，但该指数中有一组股票返回非常正面的结果；实际上有一些相当棒。但是，使用历史数据测试方法，只有当交易费非常低时技术工具才能获得像样的利润。

对于 50 个本地指数，结果也是良莠不齐。对于整个组来说，平均结果是正面的，而且还有一些有趣的发现。对于北美、西欧和一些更易变化的亚洲指数，技术规则没有显示出获利能力。总体的正面结果来自于像智利、俄罗斯、巴西和埃及等一些国家的指数的支撑。此处的问题是作者不得不对交易费用做出假设，也必须假设这些市场都有很好的流通性。举例来说，如果交易费从他估计的 50 个基点涨到 100 个基点，那么研究结果就只有埃及指数是正的。很可能是在许多这些规模较小的市场中，无论是交易成本还是流通性，或者两者都是作者所预期的。因此，我认为作者建议的回报很可能高于私人交易者所能够实现的。当然，在流通性较好和流通性较差的市场中得出的结果之间存在明显差异，并提出某种形式的流通性问题。也许两种主要解释是，要么技术分析利用这些资金流通问题，要么结果是被它们夸大了。我极力赞成第二种解释。此外，如果第一种是真的，那么对于使用技术分析的交易者来说在流通性更好的市场上是无意义的。

下表显示了一些结果，使读者可以看到极为明显的分歧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| 指数 | 业 绩<br>（经过风险调整，不是百分比） |
| --- | --- |
| 美国道指 | -4.15 |
| 美国那斯达克 | -11.64 |
| 德国股市 30 指数 | -7.37 |
| 日本日经 225 指数 | -3.61 |
| 秘鲁利马总指数 | +41.18 |
| 俄罗斯莫斯科时报 | +83.13 |
| 巴西圣保罗证交所 | +22.78 |
| 埃及 CMA | +26.45 |

## 让我们把这些对股票的研究和对外汇的研究做一下比较

我们已经看到，在股票市场测试技术交易规则时，当交易费用的因素考虑在内时，它们的表现实在难以令人印象深刻。此外，这些规则的表现似乎取决于多种因素，在最初进入交易时当然不会知道。现在让我们看一些对外汇市场进行研究的结果，看是否能发现一些线索。

最初，在外汇市场中对技术交易规则的研究似乎认为在中期至长期的时间区间上(即，不是盘中)，这些规则可以在缴纳交易费后产生显著的利润。[①]不过，由于这些研究中的一部分是在 20 世纪 90 年代之前进行的，我们已经从研究股票的表现看到证据，技术规则的表现在 20 世纪 90 年代削弱了，所以更重要的是要分析在 20 世

①These include M. Dooley and J. Shafer, "Analysis of Short-Run Exchange Rate Behavior: March 1973 to November 1981," Exchange Rate and Trade Instability: Causes, Consequences and Remedies by T. Bigman and T. Taya, Cambridge, 1983; R. Sweeney, "Beating the Foreign Exchange Market," Journal of Finance, vol. 41, 1986; Levich and Thomas, "The Significance of Technical Trading-Rule Profits in the Foreign Exchange Market: A Bootstrap Approach," Journal of International Money and Finance, vol. 12, 1993; and Neely, Weller, and Dittmar, "Is Technical Analysis in the Foreign Exchange Market Profitable? A Genetic Programming Approach," Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 32, 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纪 90 年代进行的研究。

Neely 在 1997 年的研究，除一些大型的业绩下滑外，总体来说是支持技术规则的，确实找到一些证据，证明在 20 世纪 90 年代交易规则的表现恶化。例如，对于美元－德国马克的汇率，自 1992 年起 1 日，10 日移动平均规则已经显示负的回报率，但它以前曾是正的。所以在 1992 年使用历史数据测试发现 1 日，10 日移动平均规则在过去表现良好的交易者在接下来使用它交易的时间里将亏损。

在他们对货币期货在 1976～1990 年间的数据进行研究时，莱维奇(Levich)和托马斯(Thomas)还发现对技术规则的支持，但是当他们把结果划分为 5 年期时，“一些交易规则的平均利润率在最后一期下滑了。”

对外汇市场盘中[①]规则的一项研究表明，1994 年的数据采样与 1989 年的数据采样相比，这些规则的表现下降相当显著。虽然作者自己的观点是在 1994 年比较差劲的结果可能是由于那段时间市场趋势比较弱造成的，也许如我已经强调的瞬息万变的市场动态可能也是这些研究结果一个因素。上述两种意见与我们在对股票的研究所看到的相一致。

事实上，我们已经意识到市场动态的变化对股票的影响要超过外汇。这是因为个人投资者和交易者对股票市场有较大的影响，而在外汇市场上，这种影响要小得多。外汇市场中的主要参与者都比较容易进入，而且交易费用较低。这些规则表现的下降可能可能归因于更多参与者使用技术分析这一事实，因为在这一期间使用技术

①Riccardo Curcio, Charles Goodhart, Dominique Guillaume, and Richard Payne, “Do Technical Trading Rules Generate Profits? Conclusions from the Intraday Foreign Exchange Market,” International Journal of Finance and Economics, vol. 2, 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析的交易者数量有了很大的增长(Chang 和 Chinn 在 2000 年报道，交易者使用技术分析的比例正在增长)。虽然我们已经看到，技术分析最初具有自我实现的性质，因此有时可能会引导我们成功，但有推测认为随着时间的推移，其表现将恶化。这可能是因为由于技术分析的使用而使波动性增加(由于技术交易者拾取很小的市场动作并将其放大)，或者是由于形态被太多的参与者识别出来，降低了它们的获利能力。

当“技术交易规则可以产生利润吗?”这份研究报告的作者分析每一货币的结果时，他们发现更多的证据表明趋势的规模是重要的。看起来在趋势的力量和技术规则的成功之间有直接的联系。这与我们在 BGH 的研究报告中所发现的相一致。于是，正如作者所总结的，“不过，这并没有使得获利更容易；为了从技术分析中获取利润，交易者不仅要选择合适的规则，还必须能够识别持续趋势的起始点。”问题是对于我们这些交易者来说，两者都不能事先知道。

卡罗尔•欧塞(Carol Osier)，以前在纽约联邦储备银行工作(目前在布兰德斯大学(Brandeis University)授课)，对技术分析进行了许多有趣的研究。她也发现有些方法在外汇市场是成功的，特别是支撑和阻力价位。在 2000 年 7 月一篇题为“支撑和阻力：技术分析和盘中汇率”的论文中，她给出了一些特别有趣的发现。与其他对盘中使用技术价位的研究相反，欧塞发现支撑和阻力价位对于盘中趋势的变化可以表现出很好的预测能力。该研究结果显示出有趣的一点，即在所采用的样本中(取自 6 家公司)，96%的支撑和阻力价位最终要么是 0，要么是 5。这意味着这些价位的使用者将他们的估计向上或向下到 0 或 5。在这一点上，我承认许多技术分析支持者的确认为概数(round numbers)比其他数重要，不管这是否理智，这项研究是支持这种观点的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



欧塞在这项研究的后半部分(整个研究是在1996年1月到1998年之间进行的)还发现，这些价位的表现已经没有统计学上的优势。这项研究的上半部分和下半部分之间的区别表现为一种波动性。在前半部分，波动较低，虽然在后半部分波动性较高，但它确实是在历史的正常价位上，所以这个时期不能说是具有高波动性。所以，对于这些价位的使用者应该对此有所关注。

欧塞还对这些价位的建议强度或重要性对它们的表现是否真的具有影响做了调查。本地期货交易者过去常常下载的价位中，公司对提供的支撑和阻力价位按1、2和3标出级别，3级是最强的或最重要的价位。人们发现这种级别划分对这些价位是否成功没有影响；事实上，人们发现在这些价位的重要性市场真实走向之间是一种负的关系。所以，那些被称作支撑和阻挡的价位，包括52周最高价或最低价，200日移动平均，等等，看起来不比其他的价位重要。技术分析的支持者们称这些价位在心理上比较重要，所以他们给予这些价位很高的权重，于是交易者可能假设这种在心理水平上比较重要的价位将显示出比实际更多的反应。所以，我们不能对我在前面章节所做的建议打折扣，这就是为什么说这些价位重要不是因为其本身是重要的，而是因为它们被认为是重要的，从而导致它们成功。因此，使用这些价位的心理论据是一种误导，而且使用这些价位交易所获得的成功，如果可能成功的话，都极有可能是因为它们的自我实现功能。特别是在外汇市场，其中有很高比例的交易者使用技术分析，这种可能性更大。

事实上，如果我们考虑市场是如何运作的，那么当有足够多的参与者使用某些特定的价位时，这些价位就非常可能变得重要。这是因为银行交易者们的角色是市场作手和流通量提供者，他们要从自己的市场流通中交易并获利。如果客户的订单集中于某些技术价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



位，那么我们将看到在这些价位上将有最多的反应。那就是为什么趋势交易者(如我在期货市场中所做的)需要理解技术价位的原因。但是，趋势交易者的角色是在市场中从流通性中获取微小的利润，所以，虽然他将在这些价位附近交易，但是他并不总是与技术交易者以相同的方向交易。

到目前为止，我们可以大致得出结论，在考虑交易成本之后，在货币市场中技术规则的表现看起来比在股票市场中的表现要好。虽然似乎的确有一些证据表明，从 20 世纪 80 年代末到 90 年代他们的表现可能已经恶化，如同我们在对股票的研究中所发现的，对于股票这一证据没有那么强烈。这最有可能是因为股票市场中的变化比在外汇市场中更加富有戏剧性。

根据 BGH 小组的研究发现，技术规则的表现和趋势的力量之间的确存在某种联系。所以这再次显示出，技术规则不是主要趋势变化的观测指标，而是这些技术工具预测市场方向的一些变化，其中大部分已几乎没有后续通过。还有，在波动性和技术工具的表现之间似乎也有一种联系，再次证明技术工具可以被剧烈波动的市场愚弄。

但是，我必须指出的是，我们不是在做同类比较。在这两位研究中所使用的技术规则，在数量和特性上都不一样，所以样本的规模也不一样。总的来说，对股票的研究，比如 STW 小组和莱迪所做的，比我所见过的对货币的研究更彻底。

当我们观察长期头寸和短期头寸的表现时，在对股票和外汇所进行的那些研究之间确实有所不同。我研究过的大多数对外汇报道，都没有提及长期头寸和短期头寸的表现之间有任何特殊的差异，我的意思是说，任何分歧不是很大。但是，在库尔乔、德哈特、纪尧姆、佩恩所做的研究中，作者们认为，对 1989 年的数据，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对一些货币来说，短期交易的表现最好，而对于别的货币，长期交易是最成功的。

这些结果与技术规则在股票和外汇市场中的表现差异与我的观点一致，这些是完全不同类型的产品，不应该，也没有必要以同样的方式分析。对于前者，绝大多数参与者都是持有人或买家，而后者则是一个两方面的市场，参与者通常较为平均。因此，如果我们给股票市场中的参与者们拍一个快照，我们会发现有超过 90%的交易者是做多的，但是，如果我们给美元兑日圆汇率的交易者们拍一张类似的快照，做多美元的交易者将少得多，而另一边的交易者(持有美元空头)将更多。这似乎支持我的观点，这两种类型的市场是不同的，因此无法解释为何对两者使用相同的分析工具。即使是从心理学的角度来看，下跌的外汇市场和股票市场中的参与者们的心理也是不同的。所以不仅技术分析支持者们认为他们的分析形式可以用在所有的市场上是不合理的，而且有相当多的证据表明这是不真实的。

技术分析师告诉我们，因为他们研究市场心理，所以我们可以用他们的方法来分析任意时间段的数据，从一分钟图到年图。但在外汇市场中对技术分析进行的研究结果却表明这是错误的。我们已经看到尼利 1997 年的研究结果，这似乎支持了一些技术手段，虽然在统计调查的后期有一些转弱的表现。尼利后来进行了一项研究，与 Weller[①]利用技术手段为盘中交易的货币，他们发现，“当把现实的交易成本……考虑在内以后，我们发现没有证据表明交易规则可以带来超额回报”。

在他们对盘中外汇交易的研究中，库尔乔等人得出了同样的结

①Christopher Neely and Paul Weller, “Intraday Technical Trading in the Foreign Exchange Market,” Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



论，特别将交易成本考虑在内时，没有证据表明这些技术方法获得盈利。

尼利和 Weller 讨论了这一事实，那就是外汇市场因时间区间的不同而表现出不同的特点。他们讨论了这是否可能与交易活动有关，因为大部分外汇交易都是在盘中进行，而不是在较长的时间区间上进行。或许，“这是在不同的时间区间上投放到金融交易中的资本分配不均的结果。”即使情况属实，这与市场心理也没有直接联系。

与这些技术工具在盘中交易中负面的研究相反，卡罗尔·欧塞(Carol Osier)所做的研究却对外汇市场中支撑和阻力价位给出了正面的结果。然而，我们不能否认那些成功是自我实现的结果，而且在这些价位的有效性和市场波动性之间仍然存在某种联系。

在最低限度，虽然技术工具一般在外汇市场比在股票市场看起来会有更好的表现，不管这些工具是否在所有的时间框架上都会有效，如同技术分析支持者们告诉我们的，技术工具的这种表现都不够清晰，而且当然没有被证实。

技术工具在外汇市场和股票市场中的表现差异只有一种可能性，那就是它们具有自我实现的性质。这是因为我们知道，在外汇市场中比在股票市中有较高比率的技术交易者。此外，有人告诉我们，当依据合约的心理学制定决策时，成交量是非常重要的，但成交量在外汇市场中并不公开；事实上，即使交易价格也是不公开的。

对于那些认为对外汇的研究证明了技术分析在那些市场中的有效性，并希望使用它们的交易者们，我再给一句忠告：首先，因为大量的交易者正在使用的技术分析，而且它有时可以自我实现，但这并不能保证大多数用户都可以一直获利。我们知道，在期货市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中，大部分私人交易者利用技术分析，而且大部分都是失败的。其次，即使一些技术分析支持者认为技术或图表价位最终将自毁，特别是人们大量使用的那些。此外，有大量证据显示，使用技术分析的交易者们增加了市场的噪音和波动性，而且我们已经看到技术手段在动荡的市场中表现是多么恶劣。这再次指出技术分析创造泡沫发展并随后爆裂的可能性。

## 为控制风险而作出调整

近年来，不少作者在他们的研究成果中着重指出对于风险作出调整的重要性。这的确是一个非常重要的领域，而对此极少有技术分析支持者关注。技术分析的支持者倾向于向我们展示一套系统或工具的基本结果，但对于任何获利是否是持有风险的结果是一个重要问题。有时我们会因持有风险而获利，但是，如果我们设法使职业生涯充满风险，那么我们将举步维艰。另外，从持有风险钱赚将认为市场是有效的。

我在本章中讨论的几乎所有研究，都已至少使用了一种风险调整措施，并在某些情况下，研究者们曾尝试多种调整措施。在另一项由尼利题为“事前风险调整，股市中的最佳技术交易规则”(Risk Adjusted, Ex Ante, Optimal Technical Trading Rules in Equity Markets)(圣路易斯联邦储备银行，Federal Reserve Bank of St. Louis，2001年)研究报告中，他的结论是：在评估交易策略时，应当认真考虑风险调整技术。作为一项副产品，这项研究还发现，在股票市场使用在过去的期货交易中表现最好的技术，当根据风险作出调整后不会获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 对于动量和成交量的研究

行为金融学中的研究(在下一章讨论)则建议，反应不足和过度反应可能会是我们市场的功能。这显然会导致一种信念，即动量交易可能是一个可行的策略，特别是如果市场最初反应不足时。因此，在近几年对动量交易的几个好的研究已经被构建，特别是对技术分析支持着认为在动量和成交量之间的联系已经进行了分析。

在 2000 年，李(Lee)和斯旺明内森(Swaminathan)发表了一篇论文，题为“价格动量与成交量，”(Price Momentum and Trading Volume)[①]其中包含了一些有趣的结论。他们的研究对象是所有纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所(AMEX)1965 年 1 月和 1995 年 12 月之间的股票。虽然作者认为在动量和成交量之前存在某种联系，但并非像技术分析的支持者希望我们相信的那样直接。

在成交量对上涨股票的影响和和对下跌股票的影响之间有一个鲜明的差异。作者发现，上涨股中的早期动量伴随着低成交量，而上涨股伴随高成交量一般出现在动量循环末期，因此，从交易的角度来看，我们应避免购买。这是因为，随着时间的推移，这种动量的影响会完全翻转，所以上涨股伴随高成交量可能很快开始下跌。

对于下跌股，情况恰好相反；在动量循环的早期出现较高的成交量，而在末期成交量较低，而后将改变方向。

这引导出一些有趣的论点。第一，我们被告知要遵循动量的主要原因之一是，人们认为高成交量会确认趋势继续。技术分析的支持者们之间有一个共识，那就是增加的成交量是趋势的燃料，如果没有燃料，目前的趋势是不太可能持续下去的。但是这项研究发现

①C. Lee and B. Swaminathan, “Price Momentum and Trading Volume,” Journal of Finance, vol. 55, no. 5, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事实并非如此，只要是上涨股，情形就与此相反，但对下跌股来说是真的。所以在高成交量时购买股票，可能意味着我们处于动量循环的后期，并因此将可能亏损。

第二，我们再次看到上涨股交易和下跌股交易之间存在一个鲜明的差别。在这种情况下，不同的是伴随着成交量。虽然确实有一些较为传统的技术分析师认为下跌股可能会伴随着低成交量，但其他分析师，特别推广系统及软件的新人，告诉他们的客户，不管是上涨股还是下跌股都要把上升的成交量看作一个重要指标。

然而作者进一步提出一个警告，那就是这些研究结果都比较泛泛，个股并不一定具有所有相同的特点。他们还说道："对于单个企业来说，转折点[在循环中]可能随机出现，很难找准。"这是这篇论文的作者与很多技术导师的不同之处。我相信很多的后者，面对同样的证据，只是简单地提出了一套交易规则，在现实中将不会好过一条经验法则。我相信很多技术交易课程和机械交易课程都是这样开始的，而很多交易者都乐意跟随他们。

许多人相信，不管成交量怎样，动量的影响其实是由于投资者对诸如收益报告等新闻反应不足而造成的结果。例如，斯科特(Scott)，斯达姆普(Stumpp)和徐(Xu)①所做的一项研究建议证明这是正确的(这是我使用的唯一一项研究，它的作者可能是对结果既定的兴趣，因为他们在投资行业工作。但我相信，这项研究是很好的一项研究，其作者的观点得到其他很多人的支持)。如果是这样的话，在我看来，尽早进入交易的最好办法，是按照新闻和数据交易。在动量已经确立后交易，使我们很容易在交易中迟到。这是洪

①James Scott, Margaret Stumpp, and Peter Xu, "News, Not Trading Volume, Builds Momentum," Association for Investment Management and Research, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(Hong)和施泰(Stein)[①]描述的景象，其中早期的动量买家可能获利，但后来者将会因对新闻的过度反应而亏损。

把这些研究与行为金融学研究放在一起，我们可以产生一个假设，该假设基于对人们实际交易过程的观察。当积极的消息或数据进入市场时，因为许多交易者使用基于过去行情的交易方法，并总是抱守以前的观点，所以股市将变得欠反应。随着时间的推移，有更多人会发现这种新的趋势或动量，股份将进一步反弹，此时成交也会增加。但是，现在该股票可能已经对新闻反应过度，并在短期内翻转。这些后来者，他们当然不知道自己是后来者，因为他们被告知只跟随趋势，而不跟随新闻或基本面，将很可能最终成为输家。

对于下跌股，情况则稍有不同。当一些坏消息进入市场后，最初有一些理性的和知情的交易者卖出，使得成交量增加，但随后，由于不少交易者很容易厌恶亏损，而不能正视卖出(在下一章将进行更深入的描述)，所以该股票的成交量将随着时间的推移而降低，虽然它仍然会有更多的可能下跌。

不但有很多研究，包括行为金融学，支持这种假设，而且它更贴近我所看到的市场参与者的反应方式。不过，我必须给出一个类似于李(Lee)和斯旺明内森(Swaminathan)的警告：这些只是概括，要制定比经验法则更好的策略，我们需要知道更多的市场背景。此外，如果我们跟随新闻和数据并在它们被公布时及时做出反应，那么我们没有必要担心趋势、成交量或其他类似因素；我们只交易我们所看到的。我们需要做的是权衡影响价格的因素，然后计算出交易是否看起来良好(在第二部分讨论)。

---

① Harrison Hong and Jeremy Stein, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets," Journal of Finance, vol. 54, no. 6, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 图表形态的效果怎样

到目前为止，我们只分析了对技术过滤规则，如移动平均和价格突破的研究，下面让我们看一些对图表形态的研究。图表形态的效果比较难用计算机评估，但已经进行的两项研究看起来已经解决了这个问题。两项研究(最初是由同一个作者所做的)分析了头肩形态，该形态是大部分技术分析师和技术分析书籍告诉我们的最可靠的形态。①图 4—1 所示是一个头肩形态。

在第一项研究②中，使用技术分析参考书，比如爱德华(Edwards)和迈吉(Magee)的《股市趋势技术分析》(Technical Analysis of Stock Trends，1996)，以及墨菲的《金融市场的技术分析》(John Murphy，Technical Analysis of the Financial Markets)；该项

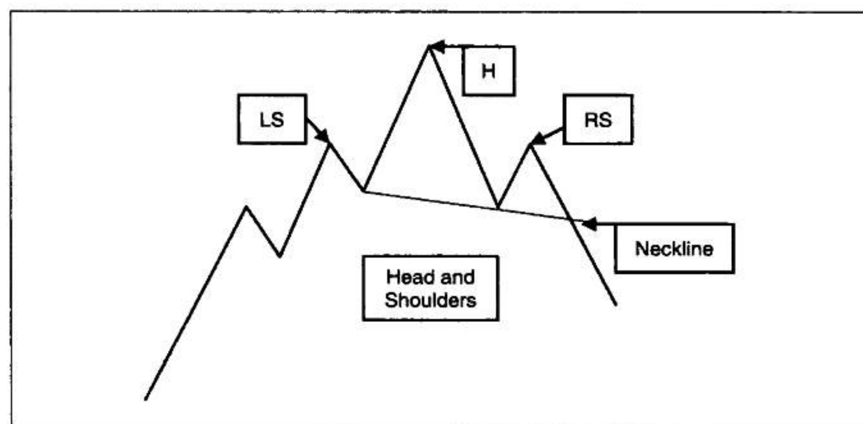



图 4—1

①这项研究的作者们还注意到几乎他们询问的所有的图表分析师们都这样声明。序言所描述的课程中说头肩形态是"最著名的、最可靠的形态"我所浏览过的所有网站和参考资料都把"可靠"一词与头肩形态连在一起。这些网站包括 www.ganntrader.com, www.equis.com, and www.investorweb.com。

②C. L. Osier and P. H. Chang, "Head and Shoulders: Not Just a Flaky Pattern," Federal Reserve Bank of New York, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



研究的作者们开发出一套系统，它能够识别头肩形态，并且只有当颈线被突破后才进入交易。该系统还允许合约在建立交易后返回颈线，而不触发止损订单，而许多书籍认为这可能经常发生。另外，退出交易的方法是尽可能长时间的抱持一笔交易直至趋势结束，又一次模拟了一个真实交易者的交易过程。这项研究在 1973 年 3 月至 1994 年 6 月间的 6 种货币上进行。

从研究的题目，“头肩型：不只是一种古怪的形态”，我们可以明显地得出结论，即该项研究主要是支持头肩形态的，但真实情况却没有这么简单。事实上，头肩形态只在两种货币上获利，在另外四种的交易中都亏损。作者们选出结论，该形态的确具有一些预测能力，如果一名交易者同时交易这种货币，那么他将获得一些利润。而事实上，我们中有多少人可以，甚至考虑同时交易 6 种不同的货币？特别是当我们考虑所有货币都是对美元时，于是我们可能具有多个仓位，但对于相同的交易，不是对美元做多就是做空。再者，当我们从一名交易者的角度去分析这些结果时，我们可能发现我们会得出不同的结论。

再者，也很值得观察获利交易和亏损交易的数字。总的来说，有 164 笔交易产生，其中 90 笔净亏损，只有 59 笔净获利，15 笔交易的赢亏约为 0，因此，包括交易费用时，我认为他们都将成为输家。即使我们只使用净亏损，它们占交易数的 55%，[①]另外 9%的交易未产生净获利。我们再次发现赢家的比例很小；在这里，只有约三分之一的交易获得净利润，表明头肩形态并不能显示清晰的市场翻转。作者们自认为“头肩形态当然不可靠。”

①作者们的确注意到负回报和零回报所占的时间超过 40%，而我认为他们的意思是任何超过 40%的损失意味着低可靠性，而不仅仅是说损失本身是 40%。此处我所使用的 55%净亏损这一数字是根据他们的研究报告中所提供的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此时，看一下来自两只外汇的结果可能比较容易，它们是德国马克和加元(图 4-2 和图 4-3)。

图 4-2 所示为头肩形态在德国马克上的获利和亏损。位于直线上方的点表示获利，位于直线下方的点表示亏损。这两只外汇中，马克的确在整个研究周期内表明该形态是获利的。

我们可以清楚地看到净亏损多于净获利，而且有五六笔交易甚至在缴纳交易费之前就产生负利润。伴随这些结果的另一个有趣的事实是，在 1977～1987 年之间大约 10 年的时间里，进入的 14 笔交易中，对于一名交易者而言没有一笔给出任何实质性的获利，特别是当我们考虑交易成本时。该形态在整个周期上成功的原因是不因为它是一个可靠的趋势翻转指标，而是因为有几个明显的大幅度波动，刚好可以超过亏损。

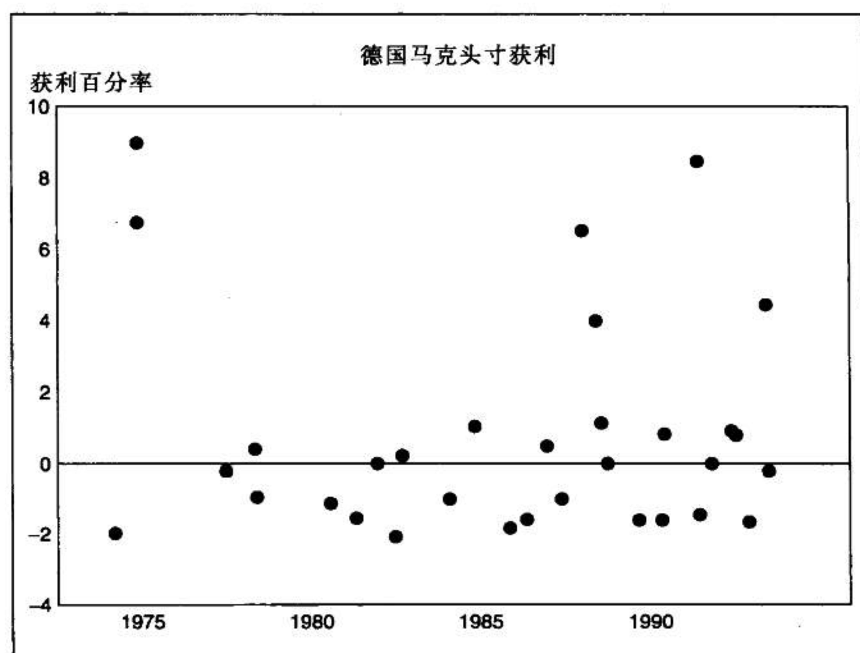



图 4-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在让我们把这些结果与来自加元的结果相比较，加元的结果如图 4—3 所示。

加元是使用这种形态而亏损的 4 种货币之一。对于马克，亏损交易数量多于获利交易数量；但是，对于加元，没有大的获利，所以总体上说该形态是亏损的。

我们再次看到一项研究表明基于图表的工具，其可靠性低于投掷硬币；其错误次数多于正确次数。所以趋势的规模和(或)交易者的纪律是通过该形态获利的最重要因素。虽然我们可以控制我们的纪律，但是有没有一种方法可以事先知道头肩形态所指示的趋势规模有多大呢？

许多技术分析师认为从颈线至头顶的垂直距离代表了一旦颈线被突破后的目标距离(图 4—4)，于是该项研究的作者们也测试了这

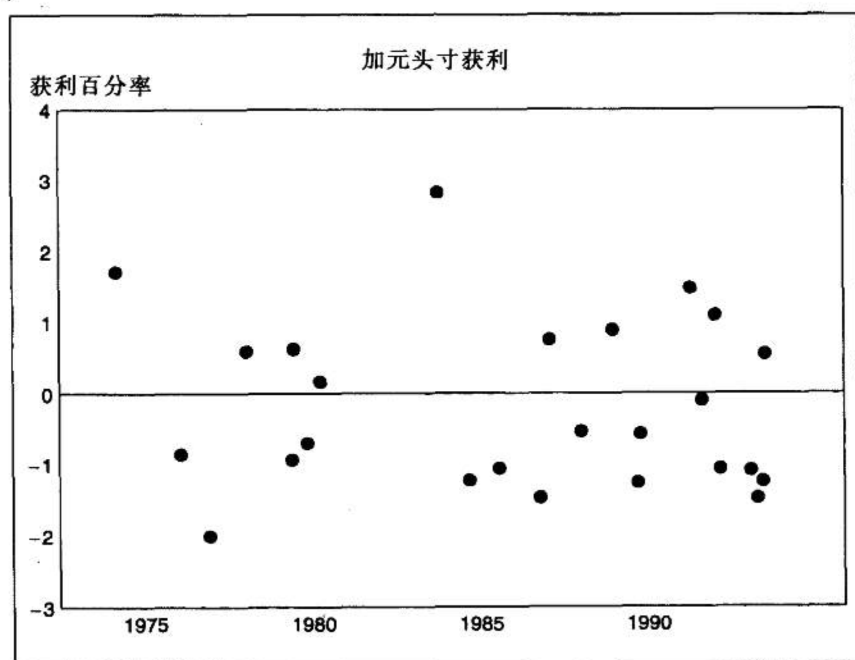



图 4–3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



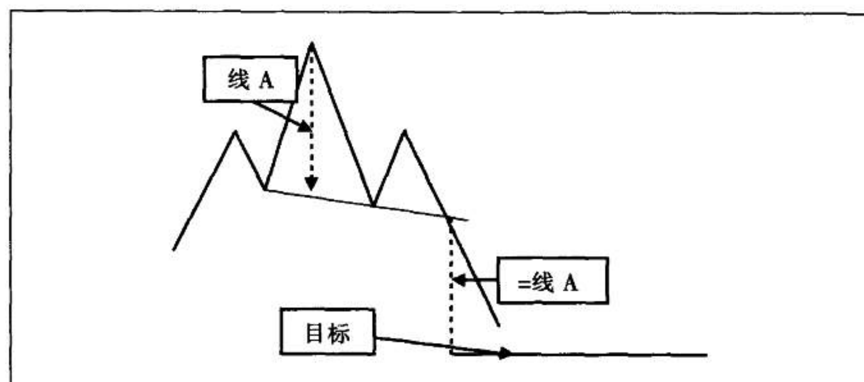



图 4-4

一论断。他们发现这一论断完全没有得到任何证据的支持。事实上，73%的头肩形态不能达到它们的目标，对于除日元外的所有货币，平均运动都远低于那一目标。在某些情况下，运动只是刚刚超过预期价位的一半。

所以，与技术分析师们的论述相反，头肩形态一点都不可靠，而我们被告知的目标价位也并未得到此项研究的支持。重复一遍，这曾经被认为是最可靠的形态；作为一名交易者，我最不愿意看到比较不可靠的形态的结果！

所以，任何一位想使用这种形态的交易者应该注意如下问题：第一，该形态不会赚钱的时间可能会很少。第二，该形态的错误次数看起来要多于正确次数，所以要习惯于持有和处理亏损的仓位。第三，即使你是有纪律的，你是否获利(这是就长期而言)将取决于趋势的力量，而且，与技术分析师们所建议的相反，这不能事先预测。一些交易者应该对这一点上持有重大怀疑，一项交易策略的成败取决于如此多的变数是否可以引导我们走上持续获利的交易生涯。至关重要的是我们不能随着时间的推移而提高自己的业绩，因为控制我们业绩的工具不在我们手中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



几年后，该项研究的作者之一接着进行另一项研究，其中包含头肩形态。[①]这是一个有趣的研究，它研究噪声交易者是否真的存在，他们是否会影响合约价格，以及他们是否会获利。作者(以及许多其他人)认为，技术交易者被认为是噪声交易者的候选人有三大理由。第一，“对于技术交易假定的获利能力，在继承的解释中缺乏理性的原因和影响。”第二，技术交易被许多参与者使用。第三，因为大部分技术交易者以相同的方式观察市场，所以他们的交易往往是相关的。

作者再次使用头肩形态作为研究的分析形式，这看起来是一种相当不错的选择。作者也具有测试这种形态的经验。图表学家认为它是一种可靠的形态，它被广泛认知和使用，所以，如果该形态形成，那么很有可能看到成交量的增加。这项研究与前一项研究的不同之处在于，它是在股票市场测试这种形态，而非在外汇市场，但是因为图表学家告诉我们他们的分析适用于任意市场，所以这没有什么问题。这项研究的研究区间是 31.5 年，从 1962 年 7 月至 1993 年 12 月，并且使用了 100 只股票。

与以前一样，作者使用由一些技术培训手册建议使用的入场触发器，然后观察那些天的股票成交量，那里技术交易者被认为已经希望建立头寸(即当收盘价低于颈线之后)。作者发现这些天的成交量明显高于正常值，表明技术交易者已经进入。事实上，可能会有越来越多的交易者参与到这种形态，但在不同的日子，这取决于他们使用的图表。

作者然后观察颈线被突破前三天和被突破后三天的成交量，他注意到在颈线被突破的那一天有一个明显的成交量峰值，然后在接

①C. L. Osier, “Identifying Noise Traders: The Head and Shoulders Pattern in US Equities,” Federal Reserve Bank of New York, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下来的几天里成交量逐渐下滑。这不仅表明技术交易者的存在，而且还表明他们的确在耐心等待颈线决定性的突破，而很少有人在突破前抢先买进。另外，一小部分交易者要再等待一两天才进行交易。进一步的研究确认这种形式的成交量和交易活动只有在该形态形成的时间前后才会出现，也确认了计算机程序拾取该策略的准确性。

让我们总结一下这些发现：作者发现头肩形态是清晰可见的，而且大部分交易者在建仓时是遵守纪律的。他进一步认为这种交易的确可以被划分为噪声交易。

对于使用这些形态的获利性：每个仓位的平均业绩是亏损0.24%，表明头肩形态不具备获利能力。

该研究的另一项有趣的发现是，遵循颈线的原始突破，股票被迫在突破方向运动，表明这种形式的技术交易的确是正反馈交易。所以，这种交易最初会有一个自我实现要素，而且这取决于成交量或股票的规模。而且这与许多技术拥护者告诉我们的相反；仓位常常拒绝承认这一事实。引自在序言中引用的课程(注 1)，“对技术分析最主要批评是自我实现的预言。我们相信他们说的都是垃圾。”

但是，在来自技术交易者的初始压力之后，那持续了几天，他们的影响缓慢消失，直到完全消失。有趣的是，在后半部分的采样周期中，技术交易者对初始价格的影响消失得异常迅速，再次表明这种形态的获利性从 1977 年开始已经变得非常之低。

于是让我们总结一下这项研究的结果，它使用超过 30 年的数据，并且在 100 只股票上进行。在业绩方面，头肩形态实际上导致了亏损。这种形态的交易结果清晰可见，最初这将在突破方向上给股票一些额外的压力，即它具有自我实现的特性。但是，随着时间的推移，技术交易者的影响消失，而且在近年来，这种影响和这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



形态的性能，总的来说都消失了。此外，因为它已经不具有获利能力，所以这种交易注定是噪声交易，即，交易者根据噪声而非信息交易，错误的认为他们可以因此而赚钱。

对于该形态的另一项研究，由同一个作者进行，在 1999 年经济日报中发表(题为“有条不紊的疯狂：技术分析和非理性的汇率预测”，Methodical Madness: Technical Analysis and the Irrationality of Exchange Rate Forecast)，在发现该形态可以获利的同时，得出结论认为使用它是非理性的，因为其他一些更简单的策略可以产生更好的结果。

当一同观察并细致分析时，头肩形态的失败更加明显。从一名交易者的角度来看，我从这些研究中不能看到任何东西可以使我希望使用这种策略。它具有非常低的可靠性，而且其获利能力相当地不清楚。因为，它是一种差劲的趋势反转指标，它是否可以获利似乎与该形态本身无关，而是取决于其他的因素。这与我们被教授的头肩形态一点都不一样。

有趣的是注意到这种形态在股市和汇市中表现的不同。虽然我认为它在两种市场中都是差劲的，但在汇市中这种形态至少还有几次是成功的。将我们所看到的所有证据考虑在内，我们必须考虑这种形态在汇市中的较好表现是因为在汇市中有较高比例的交易者使用图表和技术分析的结果，而且有时它会自我实现。

那么交易者们为什么使用它呢？部分原因我已经在前面介绍过。并不是使用它的每个人都会亏损，即使它是一种低劣的策略，而且那些使用它赚了钱的人们可能会接下来写书、授课，等等。或许在上世纪早期它刚被使用时，它的确比较有效，可能是因为那时市场的无效性的存在。更进一步的解释可以由行为金融学提供，我将在下一章讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 银行交易者如何使用技术分析

在1992年一份题为“技术分析在外汇市场中的应用”(The Use of Technical Analysis in the Foreign Exchange Market)[①]的论文中，泰勒(Taylor)和艾伦(Allen)发现在他们在伦敦调查的90%的外汇交易者声称使用过某种形式的技术分析，在短期时间框架内帮助他们制定交易决策。当交易时间框架拉长时，使用技术分析的交易者比例下降，而且当时间框架大于一个月时，更多的重点被放在基本面上。

如此多的交易者声称使用技术分析，成为在这一领域有如此多研究的部分原因。许多作者已经提到过这项研究，而且由于如此多交易者使用图表，所以我们必须调查它是否可以获利的可能性。

但是，以我的经验，虽然许多外汇和期货交易者知道图表价位，但是大部分人不会因为它们而主动进入交易。他们需要知道技术价位，因为别人在使用它们，但是他们的获利一般产生于其他方法，比如能够设置买-卖差价。1998年，R.里昂(Lions)在国际货币与金融杂志(Journal of International Money and Finance)上发表了一篇研究报告，题为“获利和仓位控制：为期一周的外汇交易”。分析了一位外汇交易者在一周内的行为后，他发现这位交易者的绝大部分获利来自对差价的权衡；少于10%的获利来自于投机。在《澳洲经济社会》(Economic Society of Australia)中的一篇论文中，第凡尼资讯公司(Tiffany Hutcheson)要求悉尼的交易者在三种不同的时间框架中选择决定汇率变动的最重要因素。对于这类交易者中大部分人所从事的盘中交易，人们给出的第一要素是订

①M. Taylor and H. Allen, "The Use of Technical Analysis in the Foreign Exchange Market," Journal of International Money and Finance, vol. 11, 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



单放置，再次证明权衡差价或跟随交易不是最重要的。

我并不是暗示泰勒和艾伦的报告是错误的，但是尽管银行交易者使自己注意技术价位，但他们没有必要根据它们主动进入交易。事实上，把这项研究的一项反馈是，“图表信号的知识对于所有操作者都是必需的，因为它们与许多市场参与者的行为相关。”同理，虽然我不相信这些形式的分析，但当我交易期货等有众多技术交易者参与的市场时，我必须注意其中的重要价位。这也恰好与我在前面描述过的使用图表价位的交易者易落入期货的陷阱联系起来。

由泰勒(Taylor)①和艾伦(Allen)在 1989 年进行的另一项研究得出一个有趣的观点，而我也是时常碰到的。他们每周都打电话给一批图表分析师，询问他们对三种货币在未来一周和四周的观点，这项研究持续了 9 个月。他们“提示了私人交易预测者准确性之间存在重大不差异——图表分析师们对于图表形态的反应并不一致。”这可能对我的观点是一种支持，一些技术分析师可以做得很好是因为他们在自己的分析中结合使用了其他更接近基本面的方法，但并不将此公布给他们的追随者，这可能就是其中的原因。像头肩形态和 200 日移动平均一样明确的信号可能被所有人发现并使用，但是在日常的基础上，对于不同的技术分析师会得出不同的结论，他们可能使用技术方法之外的方法。我可以想象他们都分析标准形态、移动平均、RSI、随机指数，等等。

## 小结

在本章中讲到了大量的分析，所以我认为做一下总结很有必要。对于技术分析，目前可能有数千份研究，的确，在本书中我只

①M. Taylor and H. Allen, “Chart Analysis and the Foreign Exchange Market,” Bank of England Quarterly Bulletin, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是分析了其中的数十个。但是，我努力去使用那些备受敬重的经济学家们进行的主要研究，他们对技术分析是否会获利进行了洞察，当可能时，它们已经被进行了严格的测试，特别是对数据挖掘。

其中最可靠的研究是STW小组，由于它在100年的数据上测试了近8000种交易规则。它发现的最佳交易规则需要交易费低于0.27时才能在过去的100年上保持成功。事实上，在此期间的平均交易成本，几乎可以肯定已经高于这个数字，所以我们肯定可以得出结论，在这整个时期内，这8000条规则没有一条具备获利能力。这通过对S&P期货的测试得到了验证，在S&P期货中交易费是已知的。

只要一考虑到股票，就有明显的证据表明任何在以前使用技术规则的获利(在缴纳交易费之前)在近期内都已经消失殆尽。所以，我们必须承认这些规则曾经拾取过一些市场无效性，或者被市场无效性所夸大，但是这些情况已不复存在，因为市场已经开放，而且新的法律已经被加强。可能“成功”是归功于数据挖掘，或者可能当考虑交易费时没有成功。

清楚的是，对于股票，长期交易明显优于短期交易，证明在上涨市场和下跌市场之间的确存在差异。这些规则被认为是试图收集市场心理，然后去发现趋势的变化，但在下跌市场中看起来存在很多误判。所以在所有市场中都不可靠。

在所有研究中，技术工具的可靠性都很差。STW小组显示的成功率约为40%，而且头肩形态的成功率要更差。看起来纪律、波动性和趋势的规模在决定交易是否获利时都非常重要。真实情况是我们永远不能真的确它获利或亏损的根源，所以很难知道随着时间的推移，我们该如何提高自己的决策制定水平。在我们的市场中的确有许多次要情节，除了我已经描述过的主要情节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在外汇市场中的研究看起来对图表比较支持，但是我必须加一句，这些研究不如 STW 小组的研究彻底。因为在这些研究中，大多数只使用了几种工具，它们很有可能是受生存偏差的影响，因为它们是已知的比较优秀的工具。还有一种可能，因为外汇市场的特性，理性的获利既可从短期交易中获得，也可从长期交易中获得，所以结果可能比较好。还有一个问题就是技术工具的表现会不时下滑，而且在近年来有证据表明它们的回报已经消失。此外，对于盘中交易，这些工具会产生相互矛盾的获利证据，增加了混乱，当然使人们对这些技术工具是否可以适用于不同的时间框架产生了怀疑。

我们也已经看到技术交易的确被划分为噪声交易，而且可以自我实现。在头肩形态形成之后技术交易者的影响是 1998 年欧塞的研究中一个清晰的证据。这项研究的结果让我们猜想对于各种各样的技术分析，可能有一些在刚开始被使用时会自我实现，但是此后任何后续的表现将取决于其他交易者(更理性的)如何看待趋势背后的其他原因。如果他们认为正确，那么一轮大的趋势将被确认，而技术交易者将会成功。如果他们不跟随，那么技术交易者极有可能会亏损。我们已经看到的低劣的可靠性引起我们对技术分析师是否会准确预测市场方向的怀疑。

我认为这一问题的部分原因在于人们认为市场总是按趋势运动的。如我们在下一章将看到的，我们心理的一部分相信这种概念，但是金融市场可能不是使用直觉的地方。事实上，在我们的市场中有很多短期运动，而这些运动背后没有什么理由。如果我们只使用技术工具，我们就很有可能从这些运动中读出太多无用的东西，而这是危险的。如我们所看到的，当一个技术指标预测到一轮趋势或趋势反转时，往往不止一次不错的。尤其是在波动剧烈的行情下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们应该想到这些工作会表现低劣，前面我们已经看到过相关的证据，特别是在 BGH 小组的研究报告中。

我认为这种交易类型背后的部分原因可以追溯到查理斯•道，杰西•利弗莫尔等人的时代，当时市场操纵和内幕交易都非常普遍。在那些日子里，有更多的理由相信其他人知道最多，所以很值得仿效。如今的市场可能更多受其中参与者的心理缺陷的影响，而那种违规行为已经极少见到，仿效别人的行为不一定是好事。

技术分析师们争辩说，他们将接受他们的研究的恶劣的可靠性，如果他们在长期交易中证明是获利的。那么，首先，我们没有证据证明这些方法在长期使用中会在缴纳交易费后获利。第二，如果我们使用一个可靠性如此差的系统，我们很可能会遭受一连串连续的亏损。因为好时间将要到来，就告诉这些工具的使用者进行交易，是不充分的。届时交易者可能已经赔光了所有的资本，或者正为经历了如此多的亏损而面临心理问题的斗争。也难怪有那么多的技术导师谈了很多关于理解我们自己心理的问题。使用别人的工具交易，而不知道它们为什么获利，也不知道它们何时获利，而且不得不接受一连串的亏损，不理解亏损为什么产生，也不知道亏损何时结束，那么交易者很难应付这样的窘境。它需要一个非常强的人或一个完全的傻瓜来使用这些工具交易。记得在欧塞的第一份对头肩形态的研究报告中，即使说这种形态是成功的，也有 10 年的时间没有任何明显的获利。其他研究也证明存在较大的表现下滑期或连续亏损期。技术导师们对此的回答通常是，去做一些数据挖掘，然后寻找另一种工具。如果交易者有足够的资金，他可能这样做，并且可以无休止地做下去，因为有如此多的工具可供选择，但是永远不会从市场中尝到任何东西(除了不断赚钱这一事实)，而且不会提高他的决策制定水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这一点是我最近误闯到一个论坛时发现其中正在讨论的(除了研究这本书，我尽量避免这些聊天室)。一位私人交易者提到，他认为他没有在使用图表工具的过程中学到任何东西，也没有得到提高，所以他认为自己在那一领域中没有未来可言。在回帖中，一位自称为 Tech/A 的交易者明确表示，他不关心自己为什么赚钱；只有他的系统工作，他就很高兴。拿我来说，永远不会同意 Tech/A 的观点。

到目前为止，我的希望是明确的，就是这种形式的分析的有效性远远没有被证明。此外，我们第 1 章中看到的许多技术导师和课程中的论述都是没有道理的。即使是广为人知的“事实”——头肩形态是可靠的，看起来也不再可信。有充分证据显示，技术分析在所有的市场中，在所有的时间框架上，都是不成功的。因此，我们必须怀疑它是否是对市场心理的可信的研究，以及我们是否准备拿我们的资本去冒险使用这种分析。

也有明确的证据表明，使用历史数据测试方法去寻找以前成功的指标，然后用于期货交易，也是不成功的。这与我在第 3 章中所描述的担忧相吻合，比如在市场中存在非稳定性的问题。因此，我们应该非常担心在不理解市场背景的情况下历史数据测试的优点。

技术指标的可靠性相当差，使得它们不能很好地预测市场方向的真正变化，我们必须正视这样明显的可能性，即从技术交易中获得利润是持有风险的结果。大型的业绩下滑，长期的微利或没有利润，以及大量的亏损交易，这一切可能都表明大部分使用这种分析系统的交易者将被逐出该行业。看起来赢家都是因为资本雄厚、敢于冒险，或者只是因为运气而获得报酬。这些可能性中没有一条对我有吸引力。

在研究这本书时，我读了几十份研究报告、论文和书籍，对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



技术分析我可以得出的最积极的结论是它是不确定的。这本身就不是我们从技术分析的支持者们那里听到的。即使是在更积极的研究中，也都有一个共同的主线，即给交易者以警示。使用技术工具获利需要低交易成本和雄厚的资金；如果没有这一些，那么使用技术工具赚钱的希望非常渺茫。事实上，许多技术分析研究报告的作者认为只有银行和场内交易者才真的有机会从技术工具中获利。正如我在本书的后面部分将要讨论的，一套依靠交易者具有雄厚资本的交易系统既不有力，也不可靠；它只是基于希望的交易。

将这些结论与我们从期货市场中得出的相比较也是很有趣的。这些研究认为，当我们使用技术工具时，如果我们要在市场中生存，那么我们需要雄厚的资本，而大多数交易者将在其中挣扎。这与我们在期货市场中看到的一模一样；大部分使用技术分析的私人交易者亏损。此外，经纪人经常声明他们的失败是他们只有小账户的结果。于是我们可以看出这些研究的结果与我们在真实市场中所看到的完全吻合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 5 章 行为金融学与技术分析

在过去的 30 多年里，经济学领域中最令人振奋的发展来自行为金融学。心理学家阿莫斯•特沃斯基(Amos Tversky)和丹尼尔•克赫曼(Daniel Kahnemann)首次对当关系获利、亏损和风险时，是什么影响人们的决策制定进行了研究，然后经济学家如理查德•塔莱尔(Richard Thaler)和安德烈•施莱弗(Andrei Shleifer)也对此进行了研究。他们发现，为了制定这类决策，人类依靠某些直观推断或经验法则。我们使用这种直观推断来避开环绕在这种决策制定过程周围的所有信息和噪声。这是因为我们对于制定这种决策的目的还没有改变，经验法则仍是有效的捷径，可以帮助我们比较容易地得出结论。除了识别这些经验法则之外，这些经济学家还发现某种情形的呈现或构成方式会影响我们的决策。

重要的是记住这些经验法则实际上是缺陷；它们妨碍我们制定好的决策。它们导致非理性的决策，而且可以解释为什么如此多的人在交易和投资时会亏损。当然，正如我们已经看到的，并非所有非理性的或噪声交易者都会亏损，有时候，如果有足够多非理性交易者，他们的确可以暂时影响市场方向。然而结论是，为了在该行业中更加成功，为了制定更好的策略，我们需要避免使用这些经验法则制定决策。首先，让我们看一下框架的概念，然后分析一些这种经验法则。然后我将解释这些概念是如何与技术分析联系在一起的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 框架和视野理论：我们对待亏损和赢利的态度不一样

由特沃斯基(Tversky)和克赫曼(Kahnemann)进行的一份调查，在后来形成了他们的视野理论的基础，他们发现一个问题构成或呈现的方式对一个人制定决策有很大的影响。对我们来说，需要特别注意的是无论该问题的背景是赢利还是亏损，对于决策制定者来说都特别重要。他们发现，人们更容易接受具有风险的亏损，而对于即将获利的情形却较难承受。

这种思考形式与传统经济学相反，在传统经济学中，普遍认为人们通常将制定带来最佳回报的决策。特沃斯基(Tversky)和克赫曼(Kahnemann)的视野理论是其核心思想，该理论认为决策制定基于一个人面对的是赢利还是亏损，这一点在经济学领域引起强烈的辩论。这也使得一些经济学家试图把这种理论应用于金融市场，目的是看它是否可以比更传统的基本方法对市场如何运作给出更好的解释。

有许多框架如何影响决策的例子，但是为了本书的目的，我不认为我需要对此思想进行扩展。但是我们可以看到，当分析结果时，一个决策的背景是重要的。正如我所声明的，图表师们很少考虑背景，而且图表或数据也的确不是试图分析背景的好方法。技术分析师们观察过去的数据，因为他们相信交易者在面对相同的决策时将以相同的方式做出反应，所以他们忽视背景和构成。

此外，我们已经看到当人们制定决策时不管是面对赢利还是亏损，对他们来说都极为重要，这也可以解释为什么股票市场下跌时的交易方式与上涨时的不同。所以这些发现看起来也支持在股票上涨和下跌时决策制定过程不相同的观点，所以认为相同的图表形态将在两种环境中形成是一种误导。我们可能不时看到相同的形态，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是呈现这些图表形态的数据却不相同。头肩形态的成功率也证明它本身是市场趋势变化的一个差劲的指标。其他技术指标也是如此，比如移动平均。我们也看到在股票市场中短期回报要少于长期回报，而且更不稳定。认为我们可以在强势股和弱势股中使用相同的工具是忽视了视野理论的发现。总的来说，它只是一种理论，但至少它是基于对人们实际决策制定过程的观察，而不是观察结果而后设想我们可以得出(技术分析)背后的原因，或者设想人们总是制定理性的决策，以期望赚取最好的回报(技术分析和传统经济)。①

我们还可以看到这种类型的决策制定是非理性的，只要谈到交易和投资，就不会导致最好的结果。这部分解释了为什么许多交易者抱着亏损不放和见利就收，而事实上他们应该做相反的事情。这种特殊的非理性通过金融经济学的其他方面可以作进一步的解释，我将在后面对此进行阐述。事实上，大多数人身上都会显现出这些缺点，因此为了比他们做得更好，我们需要克服这些缺点，然后学习以一种更理性的方式思考。

因此，我们已经开始明白，分析别人的行为和跟随这些行为(趋势跟踪)不会总是正确的事情。当我们看过由金融经济学揭示的更多偏差后，这一点将变得更加清晰。

## 锚定(Anchoring)

特沃斯基(Tversky)和克赫曼(Kahnemann)发现，当在一个结果不确定的问题上制定决策时，人们会抓取任何信息，甚至是不相关的信息。例如，他们做过一个试验，转动一个带有数字 0 到 100 的

①我认为技术分析师们可以假设人们会像经济学家一样制定理性的决策，是因为他们在分析时没有考虑可变的历史。由于认为图表上产生的结果是最符合逻辑的，所以他们必须假设框架 (framing) 等类问题是不重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



轮子。参与者被问一个问题，比如联合国中非洲国家所占百分比是多少，然后快速转动轮子产生一个数字。但是，轮子被装配为在10或65停止。那些看到轮子上显示10的平均反应是25，而对于那些看到65的，平均反应是45。人们随意抓取周围的数字，即使它们与结果无关。这种过程叫做锚定；得出的答案被可以获得的资料锚定。

在市场中，锚定是一条著名的经验法则。例如，当大多数交易者尝试决定某只股票的未来价格时，他们的答案将由当前的价格锚定。他们假设当前的价格是公平的，因为其他人都在那一价位交易。其他交易者可能观察同一板块中其他股票的P/E率，然后用来分析那只股票。事实上，这再次没有对背景的确定。我们观察的股票可能比同板块中其他股票好很多，也可能差很多。于是，大部人将锚定作为一条计算某种产品公平价格的捷径。

在2000年初观察JDS Uniphase的一些人可能会选择140美元作为锚定；在2001年初这个人可能使用40美元，而在今天他可能使用2美元，如果他或她没有做进一步的分析，而该公司的内在价值不会真的变化这么大(98%)。这如何影响我们的交易决策呢？锚定除了表现为非理性外，它还可以导致低劣的决策，特别是当考虑风险时。不理解价格背后的背景，我们可以努力去寻找市场价格是否是公平的，然后获得对交易风险的认识。通过接受当前价格是公平的，技术交易者和其他无知的交易者将对各种情况同样对待。所以在2001年他们可能投入相同的资本来响应一个JDS Uniphase上的买进信号，并且以相同的方式响应当前的一个买进信号。

即使投资银行的分析师也会犯锚定的错误；毕竟他们也是人(不管他们怎么说！)。当制定公司预测时，他们倾向于在前一组公司数据周围锚定。你将注意到，当某公司公布一组坏结果时，分析师将降低他们的未来赢利预测。他们把当前的坏结果作为一个锚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定，而忽视了该公司可能从失败阶段中学习，而在下一阶段返回到正常状态。约翰·莫登(John Mauldin)在他的《瞄准未来投资》一书中证明，分析师对未来赢利的预测的确相当差。不管是银行分析师还是技术交易者，都把大量的重点放在过去或现在的价格上，很少，甚至不去考量未来可能的结果或可能性。锚定是造成这种结果的原因之一，另外两种原因是保守性和代表性两种偏差。

相信支撑和阻力价位也可以被上溯到锚定。过去人们买进和卖出的价位被认为与今天的价位相关，而不管制造这些价位的交易者是否还在市场中交易。只有当交易者们选择使用这些价位时，它们才变得重要，但将昨天的交易施加到今天的市场上似乎是非理性的。但是，使用这些支撑和阻力价位使得制定决策比较简单，所以当这种理论以正确的方式呈现，并且得到成功证据的支持时，它的确吸引了很多人。

当一个重要的经济数字公布后，任何一位曾经在期货交易池中待过的交易者将证实可以确认的混乱。由于在这期间有大量的市场订单进入，我们真的可以把重点放在此时产生的价位上吗？如今这种混乱由电子交易所的服务器控制，但情况是相同的。成千上万的市场订单可能同时进入市场，产生一个特定的市场价格，但该价格是参与者选择的吗？它将与未来的价格相关吗？对于这两者我都持严重怀疑态度。以我的观点，这些价位只是那天交易活动的结果，当我在未来一段时间交易时，我只把它们作为背景中的一个参考。除了锚定过去行为的非理性之外，可变的历史问题也会影响这些情况。

## 保守性

保守与锚定紧密相连。它就是说人们倾向于固守某一观点。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



旦他们形成一种观点，那么再改变就非常缓慢，这可能会导致对新信息的反应不足。保守也可能是因为过分自信，我们将对此做进一步分析。

有趣的是，保守应该意味着市场在改变方向或趋势时要花费时间，对于趋势反转工具，人们认为这可以使事情变得更容易。但是，正如我们看到过的头肩形态，这种工具看起来可靠率很低。所以它们既不能很好地帮助发现趋势反转，也没有多少趋势和趋势反转可以使我们相信。这种工具时常被微小的、或者是随机的市场波动所愚弄。

## 代表性

代表性是一种偏差，它使我们在评估某件事物产生的可能性时，是基于该事物与其他事物接近的程度。在这里其他事物是指我们已经知道的信息或噪声，或者以前发生的一些事情。

当人们交易时，代表性偏差对他们的影响使他们可能把太多的精力放在一小撮最近的数据上。例如，如果某公司的股票价格已经强势上涨了几个星期，交易者们将假设这种行情将持续，而不去观察大盘、趋势的背景或分析未来市场运动的可能性。

于是，被我们用来对不确定的结果进行判断的捷径，代表性偏差，可以引导我们去寻找趋势，而且相信这些趋势将继续。我们宁肯观察最近的历史，然后只是希望它继续，而不是去权衡各种可能出现的结果。正如罗伯特·席勒(Robert Shiller)在他的著作《非理性繁荣》(Irrational Exuberance)中所述，“人们在不确定的条件下制定决策时，通常倾向于根据观察熟悉的形态并假设未来的形态将与过去相似，通常对形态出现的原因或形态重复的可能性没有足够的考虑。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果我们把这种偏差加到市场操纵和内幕交易，它们存在于 20 世纪早期的市场中，那么技术分析的起源就更容易理解了。毕竟，技术分析的本质是认为存在趋势，而且当趋势变化时我们必须努力去识别。那么倾向于代表性的交易者希望趋势存在，并且认为趋势的确存在，因为它使得交易决策更容易公式化。通过认为市场总是以趋势的形式运动，技术分析吸引了很多人使用这种经验规则。通过将市场简化为趋势，技术分析使交易和制定决策变得更容易。此外，以前的价格数据被认为包含我们这样做所需的信息。

这是代表性偏差的一个清楚的例子，但是应该记住，这些偏差是我们决策制定中的缺点，如果可能的话，我们应该努力避免使用它们。技术工具和技术形态的不可靠性表明市场运动和市场方向变化比我们喜欢承认的随机性要更强，但至少我们可以开始理解为什么我们寻找趋势；它是我们有缺陷的决策制定过程中的一部分。事实上，由于我们不喜欢随机性，所以出现了许多偏差，我将在下面对它们进行讨论。我们试图在所有的事物中寻找原因和形态，因为当制定决策时，我们不能应对随机性。我们还发现很难应付回归到这种意思的概念；这也在我们周围处处存在。强势股不会永远上涨，房价也是如此；它们将在某一时间运动到一个平均值。如果一名运动员因为表现较差而受到批评，然后在下一轮比赛中发挥良好，人们通常认为是批评起到了所需的激励作用。我们发现很难接受这种想法，即他的表现只是返回到正常状态。

事实上，代表性偏差的另一方面证据充分，那就是它的确可以使人们看到形态和随机事件背后的原因。人们认为看起来相同的事件或信息必定是相关的。这当然不一定是真的，但是我们不能应付随机性的概念。现在，我们可以理解为什么分析图表形态变得如此流行。交易者寻找形态是因为找到形态后可以给制定决策创造一条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



捷径。他们发现一些形态之后将出现某种特定的趋势，于是他们就猜想这二者之间存在某种联系。但不幸的是，他们得出的答案不正确，尽管他们是那样告诉我们的。在欧塞的研究报告中显示的头肩形态的不可靠性已经证明这一点。

寻找形态和关联是每个人都会做的事情。我们都知道人们会谈论他们的“幸运衬衫”，而且我们已经读到过有关运动员总是以某种特定的方式穿某种鞋子或服装。这种非理性被称为迷信，但最初这些行为是寻找形态或关联的结果。球员穿一双旧运动鞋获胜后，他会在下次比赛时穿相同的鞋子，因为他认为那双鞋子将影响他的表现。而对于他的表现没有确定的原因这种想法他很难接受。他可能继续穿那双鞋子，但是显然他的表现不会总比以前好，于是当他的表现下降时，他可能去寻找另外的关联——或许以某种特定的顺序穿鞋。寻找类似于这样的形态可以帮助他避开一个不确定的过程。

事实上，我们不但可以看到在事件中寻找形态的自然需求，我们还可以看到这名运动员在做他自己的数据挖掘。他在观察过去的表现，目的是寻找方法来提升自己将来的表现，而对于他过去的表现可能是受无数因素的影响，包括机会这一视而不见的事实。当这逐渐失败后，他再次观察他过去的表现，目的是寻找可能存在的其他因素。如果一名技术分析师或历史数据测试的支持者是他的教练，那么他会支持这位运动员在不同的市场使用不同的工具。在足球运动员和技术交易者之间没有明显的区别，虽然我们可以明确看到足球运动员是非理性的(我们用“迷信”一词来解释基于松散关联性的非理性)，但是对于大众来说，在谈到技术分析师时却很难得出相同的结论。

代表性偏差并非意味着我们总是错误的，有时近期的趋势将继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续，而且有时在某种形态之后出现的趋势将重复出现。在这种情况下，技术工具将表现出获利能力。但是，像其他偏差一样，代表性偏差不会帮助我们制定更好的决策，只能帮助我们在制定决策时更容易一些。这两者之间有重大差别。

对于人们观察不存在的形态相关的进一步证据可以在 L. J. and J. Chapman[①]的著作中看到。他们进行了一项测试，即每隔两秒就给一个对象展示一对单词。左手侧的单词可能是“咸肉”、“狮子”、“花朵”或“船”，而右手侧的单词可能是“鸡蛋”、“老虎”或“笔记本”。每个单词和每对单词都以相同的概率展示，所以当“咸肉”出现在左侧时，“鸡蛋”、“老虎”和“笔记本”在右侧出现的时间各占三分之一。

但是，当被问到成对单词出现的频率时，他们回答当“咸肉”出现在左侧时，“鸡蛋”同时出现在右侧的概率是 47%，而当“狮子”出现在左侧时，“老虎”则总在右侧出现。于是，研究对象认为他比较熟悉的单词对出现的次数要多于他不熟悉的单词对。作者把这种现象叫做错觉关联。这可能解释了为什么技术师相信头肩形态是非常可靠的，而不管事实与此相反。经常被告知该形态是可靠的，他们过分重视了它的正确次数，认为它比实际情况下正确的次数要多。错觉关联还可导致过分自信，这一点我将在后面讨论。

## 过分乐观(Overoptimism)

过分乐观在我们生活的其他方面可能是一种优点，但是它却是我们成为成功交易者的一个障碍。如果一位老师问全班的学生谁将在课程结束时位于中游以上，平均 80% 的学生会举手；很明显

①L. J. Chapman and J. Chapman, “Test Results Are What You Think They Are,” Psychology Today, vol. 19, November 1971, Ziff-Davis Publishing.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



30%的学生将会感到沮丧，但是如此乐观可以帮助他们通过那一学年的学习。

对于这种过分乐观有两个主要原因，一个是自我归因偏差，另一个是控制错觉。自我归因偏差是说人们倾向于把好结果归功于自己的技能，而将坏结果归罪于坏运气。我已经提到过，这明显存在于交易者中间，特别是技术交易者，他们把获利归功于他们的技术工具或形态，而认为亏损是无法预料的事件的结果。这些交易者不能从他们的错误中学习，但或许这适合于技术交易者，因为如我们已经看到的，他们的利润之源不得而知，所以很难从他们的表现中吸取教训。

控制错觉是人们感觉他们可以控制某种情形超过实际的次数，结果便是过分乐观。例如，人们宁可选择自己的彩票号码，而不使用计算机产生，好像他们对结果有某种影响。在一项试验中，Langer[①]召集了两组人。其中一组被要求选择一张 1 美元的彩票，而另一组则被给予一张彩票(即他们对彩票没有影响)。然后，单独询问所有的研究对象他们将以多高的价格出售自己的彩票。自己选择彩票的一组给出的平均答案是 8.67 美元，而对彩票没有选择权的一组给出的平均答案是 1.96 美元。像这样的测试告诉我们，人们不能区分机会事件和需要技巧的事件。如果 Langer 试验中的研究对象对彩票有所控制，那么他们的决定是准确的，但他们并未那样做。那些选择了彩票的人们希望以更高的价格出售这一事实反应的就是控制错觉。

①Described in Ellen Langer, "The Illusion of Control," Journal of Personality and Social Psychology, vol. 32, pp. 311-328, 1975, the American Psychological Association.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 过分自信(Overconfidence)

除了过分乐观，人们还总是过分自信。他们认为自己的预测是准确的比实际情况要多。过分自信可能是一些偏差造成的结果。保守性，代表性和锚定可以导致过分自信，还包括错觉关联。

事后偏差也可以导致过分自信。事后偏差指的是人们在事后认为他们在事前已经预料到结果。例如，今天每个人都说他或她知道技术股在 2000 年被估价过高，但是当时整个下跌过程中总有买家进入。

事后偏差也可以导致过分自信。它指的是人们倾向于寻找与自己的观点一致的信息，而忽视相反的信息。历史数据测试者便是在实践一种确认性偏差。他们认为自己的分析是好的，并不断测试数据直至他们发现给出正面结果。许多交易者和投资者，当面对证明他们是错误的证据时，将这种证据视为不重要或“暂时现象”。而确认自己观点的证据则得到更多的重视。

事实上，测试一种假设或系统是否有效的唯一方式是努力去证明它是错的——换句话说，就是努力寻找证明它错误的证据。那些受确认性偏差之害的人们则不会这么做。在《瞄准未来投资》一书中，约翰•莫登(John Mauldin)展示了一个实例，分析我们是否倾向于确认性偏差。他使用 4 张卡片，卡上分别为 E、4、K 和 7。然后，他声明每张卡的一面是一个字母，另一面是一个数字，如果一张卡的一面是元音，则另一面必是一个偶数。他问道，你必须翻开哪两张卡才能看出他是否在说谎？

唯一的正确答案是 E 和 7。如果你认为是 E 和 4，那么你就有确认性偏差的倾向。

1960 年，P. Wason 是这一行业的一位先行者。他向人们展示包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



含三个数的一个序列，比如 2、4、6，然后要求他们寻找该序列所确认的规则。他们可以生成他们自己的一组数字，然后将被告知他们的序列是否与原规则一致。被询问的人们在认为自己已经发现了规则之后，可以在任意时刻停下来。为了正确地计算出规则，研究对象们需要寻找不确认的证据。如果他们认为规则包含偶数，他们就需要一个奇数序列。只发现 5 个、10 个、20 个，甚至 100 个可以确认的偶数序列不能证明这是正确的序列。Wason 的研究对象被要求停止，当他们认为自己已经计算出规则时。事实上，29 位被研究对象在首次认为自己找到规则时，只有 6 位找到了正确的规则。

确认性偏差不仅会伤害历史数据测试者，有证据表明对其他技术交易者也会造成伤害。举例说明，如果我们认为头肩形态是可靠的趋势反转指标，那么展示给我们 100 个，甚至 1000 个这种形态的成功实例都不能证明这一点。即使我们只找到一个与这种论述相反的形态，我们就必须怀疑它的可靠性。欧塞发现如此高比例的非确认形态这一事实，必须使我们严重怀疑形态的有用性。

确认性偏差(Confirmation bias)可以导致人们产生效力错觉(illusion of validity)，即人们认为他们的观点比现实情况要更准确。H. Einhorn 和 R. Hogarth 认为人们屈服于效力错觉，因为他们倾向于寻找确认性证据而非不确认性证据。从本书中我在前面列举的一些证据可以看出，历史数据测试者和技术交易者都深受其害。至此，我已经讲述了不少偏差，可能是它们共同作用的结果，历史数据测试者和技术交易者都认为他们的分析比真实情况要有力。他们这样认为未必全是他们的错；我们都有一些这种倾向。我们需要做的是承认它们的存在，而为了成为更好的交易者，我们需要努力克服这些缺点。技术分析非但不会帮助我们克服这些缺点，相反的，它是我们如何使用这些捷径来在不确定事件上制定决策的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更进一步的表达。

可以说，我们在技术或任何其他课程的广告中看到的所有生动的陈述都与此相同。这些广告利用了人们的确认性偏差。市场商人们认识到许多人将把重点放在其中有几条陈述支持的公司论述的广告上。这些陈述并不证明那家公司的课程或产品是好的，它们只是证明曾经有一些成功的案例。但是如我们所证明的，即使是差劲的系统也会有成功的时候。

所以，从已经进行过的研究中我们可以看到，像控制错觉、确认性偏差和代表性偏差可以在各行各业中导致过分乐观和过分自信，包括交易。对于交易和投资，这所产生的最重要的结果是交易者将对他们的交易风险考虑不足，而且对于自己的成功太过自信。这些发现在某种程度上可以解释，尽管所有产品的失败率都约为80%，对于期货超过90%，人们仍旧进入交易行业。

## 认知失调：我们如何应对错误的决策

已经研究的我们心理的另一方面，对于我们这些交易者来说肯定是非常感兴趣的，那就是我们如何应付那些证明我们是错误的证据。心理学家们发现当面对我们是错误的证据时，我们将产生心理冲突，这在心理学中被称作认知失调。我们的确尽量避免面对我们是错误的可能性，所以我们不善于面对亏损。

对于认知失调如何和为什么影响交易者和投资者，人们已经进行了大量的研究，特别是由 Hersh Shefrin 和 Meir Statman 进行的研究。我们已经看到在期望理论中，人们对待亏损和赢利的态度是不同的。我们还看到人们更愿意拿亏损作赌注，而不愿拿获利去赌。Statman 已经发现这种拿亏损作赌注的产生是因为我们不能承受处理亏损，于是我们就尽一切可能去避开它。这也被称为损失厌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



恶。相反，卖出一个获利的头寸将带来快乐的感觉，于是人们更愿意卖出获利的头寸。Shefrin 和 Statman 把这种现象叫做倾向效应，他们认为人们倾向于抱守亏损的头寸而卖出获利的头寸。

我们都听到过人们在面对亏损时说，“它会好的，市场总会回转的”或者“它在我卖出之前还不是一个亏损”。这里我们看到损失厌恶的例子，叫做现状偏差。什么都不做和避免损失的心理效应是很强的，所以我们什么都不做。但是，传统经济学却使我们认为作为理性的个体，我们愿意接受亏损。

事实上，许多经纪人已经很好地注意到投资者之间的这种损失厌恶，投资者们通过框架来避开它。在下跌的股票市场中，成交量通常比较低，而股票经纪人发现很难产生业务，因为他们的客户都抱着亏损的单子不放，不情愿卖掉。于是一些经纪人就以另一种方式来架构决策。他们告诉他们的客户把资本转移到另一只表现较好的股票上。这种决策比接受亏损要好得多，更容易使他们的客户交易。客户可以自认为不是在接受亏损，而是在转移自己的资本。所以他可能较少地体会到接受亏损的遗憾，而我们发现那一过程确实很难去做。

于是我们可以清楚地看到人们不情愿接受亏损，而对于本书更重要的是，我们可以看到在我们获利时的决策制定过程和亏损时的过程有明显的不同。我们不仅倾向于用亏损作注，而且在面对亏损时还要经历可观的心理冲突。相反，获利使我们感到高兴(很明显)。但是，认为相同的形态适用于股市的顶部和底部并不符合这些发现。那种想法假设市场参与者在两种情况下经历类似的决策制定过程。在对认识失调的研究中，对此我看不到任何证据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 易获得性偏差(Availability Bias)

特沃斯基(Tversky)和克赫曼(Kahnemann)发现人们在评估某一事件的频率或可能性时是根据它容易在头脑中出现的程度。例如，当人们被问及在英语中以字母K开头的字母是否比第3个字母是K的单词要多时，接近70%的人回答以字母K开头的单词要多。但实际上以字母K作为第3个字母的单词是以字母K开头的单词的两倍。我们发现记起以K开头的单词要更容易。在1993年，S. Pious[①]问人们飞机失事和鲨鱼哪一个是美国人最主要的死因。大多数人回答是鲨鱼，而事实上由于飞机失事而死亡的几率比被鲨鱼杀死的几率要高30倍。但是，由于鲨鱼杀人事件被广泛地报道，而且比较容易记住，所以我们错误的认为这种事件比真实情况要多。

这样，我们就可以再次看到我们对于头肩形态的观点与此观点的相似之处。由于我们总被告知它是可靠的，效力错觉和可获得性偏差两者的结合使我们中的大多数人认为它是一个非常可靠的形态。事实上，欧塞对该形态的研究结果显示出如此低的可靠性时，即使我也是大吃一惊。

而可获得性偏差并不像看起来那么直接。Einhorn[②]认为，它可以受我们如何构架决策的影响。例如，考虑这个问题，由于雷击死亡或由于肺气肿死亡，哪一个具有较大的可能性？我们可能相当令人信服地形成一条经验规则，包括考虑我们个人知道的因为这两种原因死亡的人们，而我相信我们中间的大多数人会选择肺气肿。但

①S. Pious, The Psychology of Judgement and Decision Making (New York: McGraw-Hill, 1993).

②H. Einhorn, "Learning from Experience and Suboptimal Rules in Decision Making," Cognitive Processes in Choice and Decision Behavior by T. Wallsten (Lawrence Erlbaum Associates Inc., 1980).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是，如果我们选择另一条规则，根据我们听到的或从书报上读到的哪一种情况比较多，我们也容易得出不同的结论。

## 行为金融还以什么形式影响技术分析

公平地说，行为金融学的发现在经济学圈子里引起了不小的波澜。经济学家之间广泛接受的观点是人们为了得到最好的回报，所以制定理性的决策。此外，在20世纪60年代末，强有力的证据表明市场看起来是以一种“无效”的方式在运行，新的新闻和信息被消化，并且立即得到参与者的响应。人们得出的结论是，不可能从现有的信息中赚钱。人们还认为非理性或噪声交易者不会持续太长时间，因为会因他们的交易方式而亏本。

通过展示代表性和锚定等偏差的存在，关于赢利和亏损的架构的概念，以及认知失调，行为金融学家认为市场不会立即消化新消息，所以参与者不会总是制定理性的决策。因为投资者被锚定于特定的价格，寻找确认性证据，观察过去的数据，并把它们看作是将来行情的代表，以及努力去面对相互矛盾的证据，对于自己反对的新消息他们可能反应很慢，而对自己支持的新消息则可能反应过度。所以行为金融学家认为，作为参与者具有缺点的决策制定，或许有方法从现有信息中赚钱。他们还展示了无效性市场的清楚的例子。此外，一些模型展示了噪声交易者有时会获利，尽管他们是非理性的。在前面的章节中，我们已经看到了最后一点的证据，或许最清楚的就是对于头肩形态的研究了。

所以，在许多经济学家的思想中，对于我们的市场是否真的有效和新消息是否会被很快消化是存在怀疑的。但是，这对于技术分析仍然是有分歧的。技术分析的主要原理之一是一切事物都在价格之中，这与许多有效市场假设(EMH)经济学家所持有的观点大致相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同。两者之间的细微差别是 EMH 的支持者们认为由于所有信息都在价格之中，所以我们不能从现有的数据中赚钱，而且市场是在有效地随机漫步。消息进入市场是随机的，它们很快被消化，我们不要停止；没有人可以胜过市场。

技术分析家认为我们可以使用过去的数据赚钱。此处，我引用了 www.stockcharts.com 网站上的一段话，它解释了为什么：

价格胜过一切：这条规则与强式和半强式市场有效性相似。技术分析师们认为当前的价格全面反应了所有信息。因为所有信息已经反应在价格中，所以它代表了公平的价值，而应成为分析的基础。毕竟，市场价格反应了所有参与者知识的总和。这些参与者包括交易者、投资者、投资经理、买方分析师、卖方分析师、市场战略家、技术分析家、基本面分析家，等等。不同意由这样一群具有完善的凭证的人们设定的价格是愚蠢的。技术分析利用价格捕获的信息来解释市场在说什么，目的是形成一个对未来的观点。

注意，为了相信技术分析有效，我们需要假设(如 EMH 支持者所做的)我们在图表上看到的价格反映了所有市场参与者知道的每一件事情。如果我们相信各种偏差和经验规则的存在，那么我们很有可能不会认为技术分析有效。许多参与者不会准确地考虑所有信息，而且如果我们只是跟随他们的话，那么我们就是在同他们一样冒着犯错的危险。如果我们认为当前的(或过去的)价格并不总是准确反映所有可以获得的信息，那么很少有可能使用技术分析。

事实上，至此我们可以理解为什么技术分析师们相信我们应该使用当前和过去的价格寻找趋势和试图预测未来。首先，许多技术系统当初被开发时，由于内幕交易和市场操纵的存在，市场有时可能会“领先于游戏规则”。其次，更重要的是，使用技术分析与我们在不确定的情况下为了制定决策而开发的经验规则完全吻合。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们喜欢寻找形态，而且可以形成一种假象，即它们比真实情况更具有预测性。我们喜欢趋势，并相信趋势，因为对我们来说，简单地相信近期的行情将继续，比我们努力去思考为什么行情会产生以及权衡所有可能的结果要容易得多。我们还倾向于较少考虑与我们的观点相反的证据，而且形成一种错误的思想，认为我们的观点是有力的。

## 结论

行为金融领域相对较新，其发现只是刚刚开始被私人交易者注意。第一点是并非每个人都同意这些发现，而且我也没有声明它们是金科玉律或者已经被完全证实。但是，作为一项积极的研究，它分析个人实际情况下如何制定决策，我认为它们应该被非常严肃地对待。我认为几乎所有读者都会同意，他们至少已经碰到过我在前面讨论过的偏差。

如果我们接受这种观点，即有很充足的理由相信这些偏差或经验法则的存在，那么我们必须分析它们是如何影响技术分析的，必须分析技术支持者们告诉我们的东西。对于行为金融如何影响技术分析，我自己的分析是它的确对为什么技术分析被使用给我们提供了一种解释。技术分析不但不是对市场心理的研究，而且它事实上进一步表达了我们决策制定过程中的缺陷和我们对捷径的需求。我们不愿因为试图弄清为什么某件事物在运动而感到烦恼，于是我们就假设其他人是正确的，而且当前的运动(或趋势)将继续。我们看到某种特定的形态，可能是两条移动平均线的交叉，其后跟着一个运动，于是我们就假设该运动是由我们所看到的形态引起的，或者可以由我们看到的形态预测该运动的出现，因为对于我们来说，这样很容易理解并在将来再次使用。我们在生活的每个细节中都使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种类型的分析，但当制定交易或投资决策时，它就没有多少作用。当这种行为被我们用于金融市场后，技术分析很有可能是对这种行为的进一步表达。我们在接受随机事件或权衡许多可能的结果时显得无能为力，这使得我们去寻找形态，甚至是从随机的数据中。我已经对技术分析师如何从比如失业率等经济数据中寻找形态进行了阐述，因为他们认为根据形态交易可以使决策制定变得容易。

当保守性和代表性是最常见的偏差时，技术分析可能真的会提供帮助。在这些情况下，趋势可能形成。然而，它们只是已经发现的数十个偏差中的两个。它们有时会影响市场，但并非总是如此，但技术分析认为趋势总是存在的。正如我在本书的其他部分所阐述的，技术工具和形态低劣的可靠性表明，或者它们不擅长发现趋势或趋势反转，或者市场不是总以趋势的方式运动。

期望理论认为，决策制定受交易者面对的是赢利还是亏损的高度影响，确认了许多交易者持有的观点，即上涨股市和下跌股市的交易不同。认为类似的决策制定过程会发生在下跌股市的末尾和上涨股市的末尾是错误的。所以，我们为什么期望相同的形态在两种情况下都指示反转呢？对这种想法更好的解释是它使用了曾经被认为有效的经验法则。例如，当我们看到头肩形态是多么不可靠时，看起来它根本不会准确地辨别趋势的反转。

如果我们看技术分析的另一个例子，我们也可以看到它看起来与行为金融是如何地相背。根据支撑和阻力理论，一旦一个支撑(或阻力)价位被突破，就将引起参与者们的卖出(或买进)。但是，认识失调和损失厌恶的研究表明，当投资者面对亏损时，他们的内心异常痛苦，而这种痛苦将导致非理性，以至无法接受亏损。所以，我们为什么应该相信对于一只股票来说，支撑线的突破就可以说服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者卖出呢？那是认为交易者在面对亏损时是有纪律的，是进行理性的思考，但事实上我们看到的情况与此相反(记住一点，大部分股票市场参与者都是持有看多的仓位)。这再次表明，支撑和阻力理论只是一种有趣的经验法则，没有什么理论基础。

当初，市场价格可能不会准确地反映当前所有信息的这种思想在 EMH 上布下了疑云，结果在经济学家之间引起了一场激烈的辩论(对于将激烈一词用在经济学家身上是否准确，我不是很确信)。事实上，这一结论使一些人认为技术分析应该更强一些。如果市场是无效的，而且参与者表现为一种可预测的非理性状态，那么这可能是技术分析所拾取并解释的东西。的确，一些技术分析支持者认为行为金融的偏差确实解释了图表形态和技术指标所拾取的内容。对此我强烈反对；相信这一点，似乎是假设技术分析有效，而我们已经看到它的可靠性一般低于 50%。如果行为金融真的解释交易者和投资者如何制定决策，那么任何使用它的工具应该更可靠。更可能出现的情况是人们开始开发行为描述来适合已知的图表形态和技术工具；他们正在寻找适合答案的故事，有一点像数据挖掘和技术分析的其他方面。

假设技术分析师可以认为他们的分析的确可以准确反映参与者的行为；那么就是市场参与者错误的次数多于正确的次数。这可能有一些基础，但它引起的问题主要有两点。第一，它再次认为可能当这些工具当初被开发时，参与者的正确次数要多于现在，或许是因为内幕交易的存在。第二，如果参与者的错误次数多于正确次数，那么我们为什么应该以跟随他们作为我们的交易方法呢？与其他人一道失败并不舒服(至少是我个人认为)。我们应该努力去制定我们自己的决策，并理解市场运动的背景。我们知道在这一行业中大多数人亏损，包括使用技术分析的大部分交易者，于是我们为什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么跟随他们呢？对于我们来说，要提升自己作为交易者或投资者的水平，我们必须提升我们的决策制定水平，并从我们的错误中学习。如果我们制定自己的决策，这将比较容易做到。如果我们不知道别人为什么制定那样的决策，我们就不能从他们的错误中学习。

由 S. Asch 和 M. Deutsch 和 H. Gerard 进行的研究已经证明，人们认为大群人不可能是错误的，所以当人群明显是错误的时候，还要跟随人群。在生活的其他领域，这种天性可能是好的，但是对于交易者来说却是充满危险的。有时跟随人群会带来一些利益，如我们在前面看到的正反馈循环。但在其他情况下，这种行为是在冒险，是一种危险的方法。无论哪种方式，只跟在别人背后交易是一种差劲的交易方法，因为没能分析别人为什么会以那种方式交易和可能的风险是什么。

我认为因为偏差的存在，市场价格不能准确地反映所有可以获得的信息，这种思想无论对于技术分析的争论还是对于 EMH 的争论都是重要的。如果市场价格并不如技术分析师自己承认的那样反映参与者知道的所有信息，那么我们不应该使用它。那么，如果我们选一个下跌股市的例子，因为确认性偏差和损失厌恶的存在，股票价格不能反映可以获得的信息，而只是反映了一大群参与者的偏差和希望(还不是期望)。

所以，以我的观点，行为金融对技术分析最合乎逻辑的影响是，它帮助解释了为什么它会形成，以及为什么它吸引了如此多的交易者。当面对这种决策时，我们诉诸经验法则，使决策更加容易。但是，这些经验法则是我们决策制定过程中的缺陷，所以我们必须尽量避免，而不是使用一种对这些经验法则作了进一步加工的分析。

当试图形成一套目标是理解和分析我们使用的经验法则的系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时，一个特殊的问题是，我们永远不能确认某个启发是正在被使用还是将要被使用。我们可以看到，由于可获得性偏差，一种相差甚微的方法可以得出完全不同的答案。我们在现实中设计的任何模型或工具都只是一个可能将要发生的事物的简化版本。

事实上，这种情况类似于阿兰·格林斯潘(Alan Greenspan)在几年前的一次演讲中所描述的市场，对此约翰·莫登(John Mauldin)在《瞄准未来投资》一书中做了极好的总结。格林斯潘建议银行家和经济学家不要阅读太多他们的模型告诉他们的东西，因为现实中的市场过于复杂，不能以这种方式分析。举例来说，很多看不到的小趋势可能会影响另一个比较明显的趋势。此外，他还解释说因为新关系的形成、旧关系的消亡或变革，所以仅仅因为某件事物在过去有效或相关并不意味着它总会有效。这些都是非常公正的观点，我认为当我们分析市场时，它们也同样适用。

将过去的行为或关系施加于将来可能是令人愉快的，而且比较容易，所以会引起我们的偏差，但是我们的市场却并非以那样的方式运作。在第3章中我阐述了为什么像稳定性和可变历史这样的影响会使得使用过去的数据来形成决策成为一种低劣的方法；现在我们可以理解为什么它如此诱人。

效力错觉对于人们在大量的反面证据面前为什么仍然相信技术分析的可靠性进行了非常可信的进一步解释。寻找证实我们自己观点的证据，并给它们以过高的评价，可能是导致这种结果的主要原因。技术分析还容易形成一种自我归因偏差；当一种形态或技术工具有效时，人们认为主要原因是这种形态或工具，但是当它无效时，人们常常归因于不可见的事物。

在我们结束有关心理的话题之前，我们再谈最后一点。当讨论市场心理时，大多数导师会提到市场受贪婪和恐惧的影响。这个概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



念早于行为金融学，而且已成为被接受的智慧。但是，虽然还可能在某种程度上解释极端情况下人们的情绪，比如泡沫与恐慌，但事实上它是对大多数个人交易者如何在每天的基础上制定决策的一种简化的、不现实的描述。在适当的情况下，我认为有见识的交易者和投资者会离开贪婪和恐惧的想法，而集中精力于本章所讨论的一些偏差。

真的是贪婪和恐惧使人们不能从亏损的头寸中脱身吗？或者是损失厌恶和现状偏差会给出看起来更有道理的解释呢？与几百位交易者一起工作了这么多年，我认为行为金融学的偏差对交易者和投资者如何制定决策和为什么制定决策提供了一种更好的解释。

下次听市场大师解释贪婪和恐惧的影响时，别忘了问一下他是否读过特沃斯基(Tversky)和克赫曼(Kahnemann)获得诺贝尔奖金的著作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第6章 市场如何影响价格

技术分析的核心原理是“一切尽在价格之中”，而且价格信息可以用来帮助预测未来的趋势。技术分析师们告诉我们没有必要分析数据的背景，因为这已经由其他参与者做了；我们需要做的只是解释这些参与者设立的趋势。

但是，我们已经在前一章中看到，心理学的研究认为市场参与者有时可能对新消息反应迟缓，这就令人怀疑那种认为市场价格总会反映所有可用信息的想法。所以，跟随别人的决策或者在没有进一步分析之前就认为别人是正确的，是一种错误的、甚至危险的方法。

现在，我希望举几个例子，进一步说明市场价格或数据可以怎样被扭曲，或者至少反映一个可能不会被认为重复的结果。其中许多是由今天的市场机制造成的，市场中还出现一些新的产品和一些交易的原因。结果是仅仅拿一份图表或一组数据，只看其表面价值而不做进一步研究有时会导致错误的交易。

## 股票代号的混淆

在一项研究中[①]，迈克尔•拉什斯研究了几个有关股票代号混淆

①Cleverly titled “Massively Confused Investors Making Conspicuously Ignorant Choices (MCI−MCIC) ,” Journal of Finance, vol. 56, no. 5, pp. 1911−1927,2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的例子。在这些例子中，交易者们因为股票代号相似而选错了交易的股票。这项研究的焦点是 MCI 和 MCIC 的案例，股票代号 MCI 代表的是麻省投资公司(Massmutual Corporate Investors)这样一家封闭式基金，它主要投资于公司债券产品，比如可转换债券。而 MCIC 是一家大型通讯公司 MCI 通讯(MCI Communications)在被收购之前的代号。拉什斯发现，在有关 MCIC 的新闻发布后的几天里，MCI 的交易活动出现了明显的增长。似乎是一些交易者错误地认为 MCI 通讯公司的股票代号是 MCI，从而交易了错误的股票。

在金融时报(Financial Times)发布了有关捷克价值基金(Czech Value Fund)的坏消息之后，代号为 CVF 的卡斯特可转换基金(Castle Convertible Fund)下跌了 32%，而在这则坏消息中捷克价值基金的缩写也是 CVF。

当 AT&T 公司同意收购远程通信公司(Tele-Communications Inc.)时，TCI 的股票跃升了 4.3%，其成交量比其三个月来的日平均值上涨了 37 倍多。不幸的是，远程通信公司的代号是 TCOMA，而 TCI 是跨州房地产公司(Transcontinental Realty Investors Inc.)的代号，它是一家房地产投资信托基金。事实上，TCI 的最高日成交量出现在 5 年之前，贝尔大西洋公司(Bell Atlantic Corporation)宣布它将收购远程通讯公司的那一天。

虽然由于这些因素导致的错误交易行为当然会在某个阶段被纠正，但是这种价格的波动会被那些只分析过去价格行情的交易者在将来错误地解释和使用。如果我们回想一下可变历史的概念，特别是当权衡风险和可能产生的结果时，对于那份合约来说，这些错误的价格运动在它们出现的那些日子里很明显不是最符合逻辑的结果。它们会重复出现的可能性非常小。而且更重要的是，我们为什么应该把重点放在在这些环境中形成的高点或低点上呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以 TCI 为例，纯粹从技术分析的角度，在以前价格行情的基础上研究图表，会得出有关阻力和支撑价位的各种各样的结论。除非大量的其他交易者都相信相同的价位，否则我们为什么期望它们具有重大意义呢？

历史数据测试者只下载一些股票的数据，然后使用他们的软件对这些数据进行测试，这样很容易使决策制定基于有缺陷的数据。他们过滤无用数据的常见方法是设置一个最低成交量的要求，但是如前所述的代码错误将都被显示为具有较大的价格运动和良好的成交量。

这是一个我们重新审视第 3 章所讲的一个问题的好机会，即有关我们使用的图表的问题。大多数交易者会接受这种观点，即在低成交量或买卖价差比平常大的期间，或者两者同时存在的期间，市场更加倾向于大的运动。有时候这种情况会在一天内出现——例如，在午餐时间。事实上，我记得有许多次市场开盘和午餐时间，由于缺乏流量而导致不寻常的大动作。那么这些是市场最符合逻辑的动作吗？答案是否定的。实际情况是，它们的产生不应该使我们相信它们会再次生产。

但是，当我们在收盘后研究棒图或蜡烛图时，只要一整天的成交量是正常的，就无法知道最高价或最低价是否是在这种环境下形成的。它们只会被简单地接受，并在将来被作为支撑、阻挡或其他重要价位来用于决策的制定。我们可以再次看到奥尔森式(Olsen-type)方法的好处，每次选一笔交易，然后扩展在大成交量上形成的价格，同时收缩在小成交量上形成的价格。

关于代码混淆和形成于清淡市场的价格问题，我想说明的是，如果我们使用技术分析，那么我们必须相信市场参与者是理性的，他们以一种符合逻辑的方式分析新闻和数据，并做出反映。但是市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场是由人组成的，人有时会犯错误，而且市场倾向于在没有明显原因的情况下出现大的趋势，而不是因为暂时的流通量降低。这两种情况都不是最可能产生的结果，而且当合约重新达到在这些时间段中形成的价格时，也不能指望它们会重复出现。

如同乔治·索罗斯在他的《开放的社会》(Open Society)一书中写道，

〔技术分析〕把股市看作一个封闭的系统，只有在市场中发生的事情才是有关的。其实每种情况都是独一无二的。有许多先进的技术指标，而且有很多人靠研究它们生活。但是，这种方法有一个缺点。市场不是一个封闭的系统。它影响到现实，于是在今天普遍存在的可能性与过去的情况是不相同的。有时是这样的行情，而其他时间却未必。

## 衍生产品的影响

衍生产品的使用在我们的市场中以可观的速度持续增长，而且还有不断成长的一系列产品可供选择。其中一些产品被列出并在交易所交易，于是对我们而言它们都是透明的；还有一些则不通过交易所而直接交易，通常是在投资银行和对冲基金之间，所以没有必要报告给交易所或市场。

许多职业(即银行和对冲基金)衍生产品交易者实际上在做一种叫做得尔塔中性套期保值(delta-neutral hedging)的交易。为了对市场方向保持中立，他们通过买进或卖出标的合约来抵消他们在衍生品交易中的方向性风险，这样将他们暴露给市场方向的风险对冲或抵消至零。随着标的合约价格的变化，这些交易者需要调整他们的套利头寸以保持中立，于是他们就买进或卖出标的资产的更多合约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于具有大量衍生产品的合约，得尔塔中立套期保值的影响有时可能会比较大。此外，有很多实例表明，标的证券中不断增加的波动性可能是归因于衍生品的使用和影响。

这些衍生金融工具的使用对技术分析有一些影响。首先，我们应该看到我们的市场不再主要是这种交易者——他们在喜欢一份合约时买进并在不喜欢时卖出。在今天的交易背后有大量其他的原因，比如衍生品或其他头寸的对冲或再对冲。这样一来，今天的市场显然与 100 年前的市场大不相同。相信我们可以使用与以前相同的分析工具，似乎并不合乎情理。我们也不要忘记，现在我们知道即使在那时，在缴纳交易费之后，这些交易工具的获利性也是值得怀疑的。

我们应该在具有很多衍生品的交易工具和只有一种衍生品的交易工具上使用相同的工具吗？我发现很难相信相同的工具对两者会同样有效。

如果某种交易工具增加了一种或一组新的衍生品，那么我们还应该认为旧有的价位或形态仍然准确吗？此时，我们又看到了稳定性作用的问题，新的衍生品将在该交易工具上增加新一波参与者。当我交易可转换债券时，我对此看得很清楚。某公司发行可兑换证券会对当前交易的股票产生巨大的影响，特别是它的波动性。股票交易者开始认识到可兑换证券的交易者们是他们所在市场的重要参与者，于是开始观察与可兑换证券相关的交易信号，比如得尔塔中性套利的信号。与此同时，技术分析师们仍继续以与原来相同的方法分析该市场，完全没有考虑新玩家的加入。他们认为市场是一个封闭系统的观点再次使他们忽视了这种新的影响。我们已经知道波动性会对技术工具的表现产生负面影响，所以这些影响对于技术分析师来说应该是重要的。但是，承认衍生品的影响等于承认非稳定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



性，而非稳定性是一个与技术分析不一致的概念。

现在，许多技术分析师在分析合约时使用衍生品的数据，特别是对于期货合约。举例来说，现在广泛使用的一条经验法则是在期权到期前夕，当前合约可能被吸引至履约价格，同时具有最高的开盘兴趣。①例如，假设联邦期货的期权具有如下的开盘兴趣，比如说到期前的一个月，而当前交易价为 114.60 点。

| 履约价格 | 开盘兴趣 |
| --- | --- |
| 113 | 25,000 |
| 113.5 | 22,000 |
| 114 | 30,000 |
| 114.5 | 28,000 |
| 115 | 45,000 |
| 115.5 | 25,000 |
| 116 | 20,000 |

在这个例子中，一些交易者和分析师可能期望随着期权到期日的临近，联邦期货的交易价格会趋向 115.00 点(记住一点，这不可能，也没有必要是最可能出现的结果——这是另外一条经验法则在技术分析中作怪)。虽然技术分析师们辩称，他们现在分析时使用衍生品，而且在分析中使用新方法，但是我认为他们这样做的理由是寻找更多的形态或经验法则，而这些形态或经验法则不一定正确。

而且这再次引出了稳定性的问题，大家也看到技术分析师是怎样地忽略了稳定性。在这个例子中，如果该合约的确趋向于在

①对于期货和期权来说，开盘兴趣 (open interest) 指的是开盘仓位的金额。随着新的头寸被建立，开盘兴趣会增加，而如果头寸被退出，那么开盘兴趣将下降。期权的敲定价格 (strike price) 或履约价格 (exercise price) 是期权持有者履约或买卖标的证券 (取决于持有者持有的是看涨还是看跌期权) 的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



115.00 点交易，或者分析师们认为期权开盘兴趣会对当前的证券产生较大的影响，那么在期权到期后，这些影响将不复存在，除非下一次期权到期前在相同的履约价格上具有最高的开盘兴趣。所以，我们为什么应该把重点放在在前一期权生命周期内创造的价位和形态上呢？

在我们的例子中，如果联邦期货向 115.00 点靠近，并停留在该价位附近直至期权过期，那么 115.00 点将成为一个支撑或阻力价位。但是，在未来的一系列期权中，这一 115.00 点的履约价格不一定会那么重要。没有理由相信市场必须停留在 115.00 附近。于是，过去几周的交易活动只能是过去的行情，它受特定因素的影响。现在这些影响已经消失，我们只是在看一段有趣的历史，只有当未来的行情与过去相同时，这段历史才会给我们带来交易线索，但这是不可能发生的事情。

对于衍生品影响力的进一步证据可以在被称为三重魔法日的那些天中看到，即指数、股票期货和期权同时到期的日子。在这些天里，指数期货和期权以及个股的期权同时到期。在到期前的几分钟里，大多数直接的(即非衍生的)交易者将取消订单、停止交易，直至到期日过去。在此期间，银行和对冲基金的交易员们将卷走与期货和期权方向相反的一篮子股票交易。他们将向市场发出订单，卖出或买进所有的指数产品，同时退出衍生品的交易。这些期间可能是极不稳定的，将明显在所有的各种合约中创造价格，包括当前的股票指数和个股，它们在衍生品过期后将仍然被交易。

任何一位目睹过这些合约价格在这些期间如何运动的交易者都将注意到，你想它有多么随机，它就有多么随机。没有类似的参与者制定一个公平的价格，或者进行任何类似的分析。套利公司只是发出订单卖掉所有的指数股票或买进所有的指数股票，同时卖出期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



货合约。

但是在衍生品过期后，在这一过程中创造的所有价格和价位将被与所有其他价格和数据相同的方式分析和使用。事实上，那些更信任成交量高于平均水平的价格的交易者，可能倾向于过高地估计这些价格，因为在这样的日子里成交量可能非常高。即使交易者在当天或几天后会注意到衍生品过期的影响，并据此分析数据，但是在几周或几个月后观察图表或数据的交易者可能不会注意到这种影响曾经存在。

事实上，这些只是衍生品对市场的一部分影响。例如，还有一些著名的案例，说的是触碰失效的期权在外汇市场引起巨大波动的事情。[①]我想进一步举一些例子说明由衍生品带来的背景和稳定性，会给技术分析带来危害。

## 股票借贷

为了卖空股票，我们需要从一位长期持有者那里借贷股票，于是交易将涉及结算过程。但是，并非所有的股票都是可借贷的，而且这引起几点有趣的想法。

首先，如同我在第 4 章中已经讨论的，当我们测试关于股票的技术或其交易技术时，我们假设卖空交易像买进交易一样容易。但这个假设是远不能肯定的。虽然借股和卖空已经在一些国家存在了好长时间，但只是在最近，随着差价合约等类产品的出现，大多数私人交易者才可以像银行交易者那样做空股票。所以在一些研究中建议的回报，特别是对于上世纪早期的研究，对于大多数私人交易者来说可能是不可能的；如果它们在当时存在的话，也只对银行交

①例如，索罗斯 (Soros) 在他的《全球资本主义的危机》(The Crisis of Global Capitalism) 一书中描写了一个这样的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易者有效。而且正如我们所看到的，对于股票来说，考虑交易成本后的回报本身就远不是想像的那样好。

即使在今天，卖空股票的过程也不是直接的。虽然一般情况下，大多数大型股票容易卖空，但是对于中型或小型股票，却并不总是如此。有很多股票很难或不可能借贷，这对于所有交易者，尤其是技术型的交易者，具有重大意义。

这样一只股票的图表和价格将不会反映关于该股票的所有观点的总和，因为关于它的那些负面观点由于它不能被做空而无法表达出来。所以，图表只反映了一组参与者的观点，即喜欢该股票的那一组，而这是一种危险的情况。趋势跟踪者假设参与者购买是因为他们“知道些什么”，所以市场是迎头向前的。这种假设是错误的，很容易使他们买进估价过高的股票，或者进入一个令人失望的角落。在本书的第二部分，我讨论过一种想法，即市场不但不是向前的，而且是“定位于”特定的结果，如果那一结果最终没有出现，那么是令人失望的。那些不能借贷的小型股票很容易成为这种股票。在第 1 章中我已经证明，许多技术上受过培训的交易者似乎都被吸引到小型股票。在没有卖空者存在的情况下，这些股票极有可能展现出很强的趋势而吸引趋势跟踪者，但是这些趋势的任意反转，或许是因为收益不佳，将是快速和代价高昂的。这些都在不可见因素之列，这些不可见因素不时会重重地击中趋势跟踪者，并使他们离开该行业。

我们可以看到，在这类股票的交易和汇率交易之间存在明显的差异，因为在汇率交易中不存在借贷的问题。这两种类型的合约数据都将产生图表，而图表学家将以相同的方式分析，但是每份图表中包含的信息是截然不同的，包括交易者的心理。所以，我们再次看到，形态是由心理产生的这种假设看起来是站不住脚的。小型股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票和外汇都会产生相同的形态，但是这些图表包含的心理因素是截然不同的。我们又一次面对这种思想，即如果我们把任意数据绘制成图，我们将得到形态，不管有没有心理因素的作用，这些形态都会重复出现。

## 今天的市场中存在的其他影响因素

一个世纪以来，许多研究美国股市的技术分析师，对于纽约证券交易所(NYSE)，都使用上涨 - 下跌图。他们通过上涨股票多于下跌股票来寻找上涨的市场，反之亦然。

但是，这个领域中，与这种分析首次被使用时相比，情况已经发生了变化。NYSE 列出的上市公司中，一半以上是真正的公司(从某种意义上说，它们主要是生产产品或提供服务的公司，它们的股票价格主要受公司业绩的影响；NYSE 上市公司的传统概况)。其余公司大部分都被称为利率敏感型，包括一些股票和封闭式基金，比如债券基金。结果是当经济数据，比如一个 GDP 数字，出现疲软时，主要的股票指数将下跌，但是，因为债券收益也下跌，所以上涨 - 下跌图不一定会指示出多少下跌股多于上涨股。

一位在理查德•拉塞尔(Richard Russell)的网站上注册的朋友曾经告诉我，理查德曾经向他的订户提到过这种情况，但是我确信许多技术分析师没有注意到。另外，这又一次表明我们的市场变化之剧，许多有趣的分析形式已经不再有效。

从场内交易转到屏幕交易，也使得参与者寻找不同的方式交易，这些方式在公开喊价交易时是不可能的，但基于计算机的交易却使它们成为可能。这再次提醒我们，市场是不断变化的，即使技术工具在过去曾经解释过市场心理或情绪，现在也可能不再有效了。

例如，下面一段摘自 2004 年 4 月 19 日的金融时报，是关于一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



名被称为“Flipper”的交易者的交易行为。

交易者们抱怨一位被称为 Flipper 的玩家时，德-瑞衍生品欧洲交易所准备改变它的规则……Flipper，一位以都柏林为基础的交易者，专门交易 Schatz。交易对手抱怨他在“游戏”市场。Flipper 表示愿意在某一特定的价格以大成交量买进或卖出。这一报价吸引其他交易者决定在那一价位发出他们自己的、通常比较小的订单，相信他们受到大成交量的支持。Flipper 然后很快收回他的报价，反而成为一名卖家，在其他交易者报出的价位将他们击落，从中获利。

虽然 Flipper 使用的交易方式不是新的，但是为了实现这种操作，他进行的速度和计算机程序所需的速度都是市场如何在不断变化的例子。如果 Flipper 是在交易所的场内交易，那么这种交易是不可能实现的。以前的场内交易者转到屏幕交易后，将证明他们在目前市场的交易与在场内时的交易是不同的。

只看图表或每日价格数据的技术交易者可能不会发现这一点，但对于那些在市场前沿工作的交易者，比如参与流通交易或市场庄家活动的交易者，这种改变是很明显的。的确，技术分析师们常用的一句引述是，“市场永不变化。”如果你总是以相同的方式观察市场，即，通过一张图表，那么这看起来是真的；市场看起来是相同的。然而事实上我们的市场是不断变化的，为了看到这种变化，并解释它们对我们可能产生的影响，我们需要放远目光，看穿图表，或者说看图表之外的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第二部分　制定更好的决策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在我开始本章之前，我要解释一下，我不是一个热衷于写交易方面的“如何……”的书籍的人，而且对于撰写那样的作品没有一点兴趣。我认为，如果那种书的许多作者真的从事交易的话，他们通过交易赚钱的原因不是他们的技巧或系统。正如我在演讲时所指出的，这一行业不同于在赌场赌博或赌马；交易中获胜的几率要好的多，当我们交易时，我们有 50% 的机会是准确的。胜率如此之高，很有可能有许多“赢家”不是仅凭运气获胜的。虽然他们会把自己的成功归功于自己的系统或图表形态，但是我们现在知道这种技术对于大多数使用他们的人们来说似乎不会产生利润，而且行为金融学已经解释了这种自我归因偏差，以及它是如何导致效力错觉的。

在第 2 章中我还阐述了我是怎样认为技术导师知道基本面的，他们大量使用基本面知识，比他们对其跟随者的建议要多得多。这可能是他们业绩优异的一个原因，我认为还有另外一个原因；虽然他们似乎容易倾向于代表性偏差，但与他们的追随者相比，他们可能较少使用其他一些直观判断方法。特别是他们可以在毫无损失厌恶的情况下快速止损，单单这一条纪律就可以给他们带来很大的帮助。所以，他们的成功或许在某种程度上应该归功于他们的心理补偿和纪律，而不是他们的分析有多么正确。对于技术导师们的成功，我已经提出了三种理由(第三条是他们是一大群输家中的赢家)，但没有一条是他们的形态和指标，而且我认为我提出的每一条理由都是相当有说服力的。

我还想声明一点，我不是一个“超级交易者”，我只不过是热爱交易的一个普通人，并试图从我的和其他人的错误中学习。我并没有特殊的交易技术，我只是在本章中介绍其他一些观点和分析。我一直坚持认为，并不是每个人都可能成为成功的交易者或投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者，或者说并非每个人都有能力以理性的方式行动，并忽略在第 5 章中描述的偏差和直观推断。我已经说得很清楚，如果任何人希望在本部分找到硬性的、快速的交易规则，那么他们现在应该停止读下去了。

但是，在我撰写本书时，有很多次有人向我指出，如果我要写有关技术分析的缺点，那么读者至少会希望知道我所认为的较好的方法基本上是什么样子。因此，我增加了本书的这一部分。我希望，虽然在接下来的部分我不能提供一种特殊的交易计划，但我至少可以对于交易者和投资者在提升决策制定水平的领域提出一些建议。交易总的来说就是制定决策，而且在某种程度上来说，寻求硬性的、快速的交易规则，寻找入场点和出场点等一切行为，对于交易者来说都是一个错误。我坚信我所遇到的较好的交易者，他们使用柔性的交易方法，很少做假设，有着良好的纪律，而且对知识如饥似渴。我将阐述几个实例，以说明一些在数据公布时使用时间的方法；但是，我这样做的原因只是因为这些方法在那些时间比较明晰。我当然不希望读者认为他们应该纯粹基于这些环境去开发交易策略，即便我认为这些时期会提供交易的直接方法。通过以这种方式思考问题，我们有可能发展成一种经验规则式交易，而我对此是强烈反对的。

我毫不怀疑许多技术分析形式可以帮助交易者基于预先做好的假设，更容易地制定决策；比如在上升趋势线上买进，同时在低于趋势线的一个收盘价处设置止损。虽然那些把决策制定在这些假想曲线上的交易者认为趋势是阻力最小的通路，同时辩称他们拥有一套有纪律的交易规则，但是他们的思想更可能是行为启发的结果，而非基于市场当前交易状况的理性交易决策。虽然他们可以对自己的思想和行为架构合理的解释，但是我认为，如果把决策的制定基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于此时此地的市场，而非基于经验规则或过去交易者在过去的行为，那么我们可以制定出更好的决策。那些不关心自己赢亏的交易者，只是简单地希望构架一套规则，使他们可以不断地运用。他们想继续使用技术规则，并希望自己位于少数赢家之列。但是，那些希望随着时间的推移不断提升决策制定和交易水平的交易者，希望理解自己赢亏的原因，也希望能够在任意市场环境下交易。他们应该忽略图表和技术分析的很多方面。

虽然我在本部分没有涵盖资金管理和纪律，但这并不是因为我认为它们不重要；我只是认为这些主题不属于本书，如果把它们列入将把本书变成“如何……”的体裁。在这一部分，我想把重点更多地集中在提升我们的决策制定水平和避免经验法则上。资金管理是非常重要的，在范•索浦(Van Tharp)的《通向金融王国的自由之路》(Trade Your Way to Financial Freedom)一书中讲述了一些很好的资金管理技术。很明显，目前被教授的许多资金管理技术实际上是针对技术交易者和那些使用系统的交易者。那些使用系统的交易者认为自己在长期的交易中已经获得了交易利器，但那些系统总是不断出现连续的亏损。因为我不像技术支持者认为的那样，过去的数据可以帮助预测合约的未来表现，所以我的有关资金管理的构思非常简单。例如，我宁愿保持相当紧凑的止损，因为如果我交易的原因没有按预期的情况出现，那么我不想或不需要等到错了8%或10%才退出。要不就是我退出过早，要不就是我错了，但是任一种方式都不会对我的账户造成很大的伤害，我会以一种合适的心态去继续关注股市中发生的事件，并努力从发生的事件中获取信息。保持止损价位只占你的目标的一个零头是非常重要的，否则你的利润可能是持有风险的结果。对于那些具有一些必需品质的交易者来说，随着时间的推移，应该不断提高自己的选择目标技术。这足以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说明，我也认为私人交易者在任何一笔交易上永远不应该使风险高于他们总交易账户的2%，即使他们是在使用CFD或其他保证金产品。只要本书还被关注，我就希望认同那一主题。

至此，毫无疑问你将注意到我不相信目前正在给私人交易者讲授的许多交易方法会给他们带来帮助。目前普遍持有的观点认为，一套系统如果已经显示出长期的获利性，尽管对于每一笔交易成功率都不高，但它仍是一套优秀的系统。而正如我将要阐述的，这种观点并不明确。事实上，当我同一些交易者谈话时，我有时建议他们试着不要设计和测试神奇的系统，而只是往一张金融报纸上掷飞镖，然后买进飞镖打中的股票，买进时设置2%的止损单和6%的获利目标。我认为总的来说，他们的业绩不会比现在差多少。

我在前面的章节中已经说过，如果交易者使用单笔交易可靠性较低的方法，那么他将面临连续的亏损。当然，技术支持者通常告诉他们的追随者不要在意一笔交易的结果，那毕竟是随机的，同时要把精力集中在已经在很长一段历史上验证为成功的技术。交易者们被告知，如果他们这样做，他们就是以一种概率的方式在交易，经过较长一段时间，他们将会成功。虽然告诉交易者们持续使用这套系统，因为从长远来说他们都会转向成功，但是对于大多数人来说，这样做不仅要经受很大的心理挫折，而且需要交易者们拥有雄厚的资本，否则对于他们来说没有长远可言。而且那只有当他们使用的交易技术真的像他们被引导去相信的那样成功时，他们才有可能成功。而我们在本书的第一部分已经得出结论：那是远远不可能的。因此，技术交易者们认为他们(从长远来说)所拥有的优势实际上可能是(额外的)风险。虽然优势和风险都可能产生利润，但是只有一者可以产生持续的利润。

澳大利亚一位本土的交易导师在论坛上明确写着关于使技术交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易向长远发展的观点。在对一位澳大利亚资深培训师的新书进行讨论时，一名交易者回忆起他是如何严格按照这位“权威”的方法开始交易，并发现其方法导致亏损的。这位交易者的结论是：该培训师的技术一点都不可靠。该网站的所有者和论坛的版主对这名交易者的结论表示质疑，并问他使用该方法进行了多少笔交易。那位版主辩称，如果只进行了十多次交易，那么这一结论是没有依据的；在得出结论之前，至少要拿数百次交易作为研究样本。那位交易者的回答很简单，虽然他只是做了几十次交易，但那时他的资本已经用光了，所以任何未来的成功对他来说都毫无意义。这里引申出一个较大的问题：使用这种技术的交易者可能感觉他们的方法是合理的，而且当然可以证明他们从长远来说可能是成功的，然而在现实世界中，这对于大多数私人交易者来说都是毫无用处的。这类似于建议在玩轮盘赌时首先选择一个数字，如果输了就把赌注加倍。逐渐地，我们就应该赚钱。但是，很少有人能有足够的资本去支持这样一种策略，所以如果我们选择了这样一种方法，我们将是依赖于希望去赚钱，而不是依赖于更好的策略。

事实上，使用这些技术或机械方法的交易者们，在每笔交易的成功率较低，但总的成功率已被证明较高的情况下，他们很有可能希望在一开始就避开一连串的亏损。但他们能够做的只是希望，因为他们无法事先知道所做的交易是否具有获利的可能，如果他们可以知道的话，那么他们就是赢家。对于我来说，这种方法不是交易；它是赌博，只是依赖于运气，而非技术或知识。

我对迈克•道格拉斯(Mark Douglas)在《区域交易》(Trading in the Zone)一书中提到的关于猴子的试验很感兴趣。书中提到的猴子会得到随机的奖励。在这些著名的研究中，一些猴子是在每完成一项任务后得到奖励，而其他猴子则会得到随机的奖励。当停止奖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



励时，第一组猴子已经把奖励和任务联系在一起，很快就停止去做分配的任务。然而，由于第二组猴子没有把奖励和任务联系起来，所以即使停止奖励，他们也继续不停地去完成任务。虽然道格拉斯正确地指出，交易者一定不要沉迷于随机的奖励，但是使用系统方法交易的交易者正在冒更大的风险。因为他们不知道他们的系统(他们认为他们的系统从长远来说是可以获利的)何时将获利，也不知道何时将亏损。因此，他们的回报将是随机的。我认为使用这种方法的交易者越来越像第二群猴子。虽然告诉这些人避免沉迷于随机回报是件好事，但实际上，他们是很难做到的。所以，我认为对于交易者和投资者来说，努力去理解自己成功和失败的原因是非常重要的。这样做，不但会有心理方面的收益，而且有希望随着时间的推移提升决策制定和交易水平。

有趣的是，我在投资银行碰到的交易者中，凡是没有达到这一标准的交易者，大部分都认为交易对他们来说不是正确的行业，而转做其他行业。因为他们已经基于自己对每笔交易的分析来制定自己的决策，从而认识到他们的决策制定得不够好，所以他们自认为在交易方面没有长远的职业前景。然而，当我与私人交易者攀谈时，我注意到，即使正在面对巨额的亏损和恶劣的决策，有些人仍将继续交易。不管怎么说，我认为在某些情况下，这些私人交易者的行为很像第二群猴子，而这又是由于他们被教授的关于交易的思想。他们被教授的是：一套通过历史数据测试证明成功的系统，可以引领他们走上持续获利的交易之路。导致这些交易者们在交易时抱着错误的期望。如果他们被教授的是，他们的成功或失败仅仅取决于他们自己对每笔交易的决策制定，那么他们可能开始理解原因和结果，并且认识到任何的失败可能是他们自己缺乏能力的结果。因为大多数人都是打工者，已经习惯于接受指令，或许他们使用别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人的观点去做系统交易会感觉更舒服；制定他们自己的交易决策，或者构架他们自己的交易策略已经令他们感到不舒服。做交易就像开公司，如同大家都熟知的，大部分人都不能做 CEO 一样，对于交易也是如此。我想再说一遍，我不认为每个人都可以成为一名成功的交易者。

使用技术或机械方法交易的另一个问题是，虽然这些交易者认为他们因为使用系统而具有一个优势(总的来说是长期的)，但是许多人的确注意到市场可以改变(正如我在本书的第 1 部分所阐述的)，而且如果他们认为市场已经改变的话，有些人会在不久之后放弃使用该系统。不管是哪一种方式，我认为在交易时使用这样一种系统具有很大的缺陷。我不仅不会认为将技术工具施加到过去的数据上可以带来优势，或者通过这样做，你正在研究市场的“心理”，而且对于大多数人来说，心理影响太难应付，不管人们怎么被告知要坚持。像我这样的交易者需要知道我们为什么赚钱，为什么亏损，否则我们感觉我们不能从我们的错误和成功中学习。我们感觉提升我们的表现的最好的方式是从我们的行为中学习，而不是在每次失败后去寻找新的系统。我在投资银行工作了数年的经验更加使我确认这一点，在那里，交易者之间存在太多的竞争，而且我们还需要向上级汇报我们对自己行为的判断。有很多交易者准备随时扑向任何从交易中得出的错误想法。有了这样竞争，当然是一种压力，当然帮助所有的交易者保持警觉。但是，私人交易者只需要自己判断行为的正确性，而这就意味着对于判断水平的要求通常很低。

当我第一次作为一名“本地交易者”(local)[①]在一名神奇的期

① “本地交易者” (local) 是指期货交易所内的池内交易者，他们把在投资的同时在交易所内购买一个座位，目的是在池内交易。他们通常是短线流量交易者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权和期货交易者韦德•韦加尔(Wade Vagle)的指导和支持下开始交易时，韦德使我深深地认识到一个事实：现在我不是在投资银行工作，我的职业生涯是依赖于我或我的支持者们的资本。他强调，从长期来说，一个人可以从交易中获得可观的利润，但为了能够长期交易，需要一种方法保证通过短期的亏损。在亲眼目睹了许多交易者在这一行业过短的职业生涯后，我认为对于任何一位交易者，这应该是第一规则。

我们在许多对技术分析的研究中还看到了很多这样的例子。这些工具的支持者可能声称，在某些情况下，如果你使用过它们很长一段时间，你将会赚钱。首先，我们现在知道，很少有交易在扣完交易费后还有利润可言，其次，我们知道，即使是这些交易，往往会有很多时期的大型下滑或长时间没有赢利。在这些情况下，对于广大使用他们的交易者，就没有长远可言。在这一行业，我们必须设法透过生存偏差去看问题，必须设法摸清大多数曾使用这种方法的交易者的经历。我们必须避免过度自信，使许多人都以为他们不会沦入输家之列，而面对大多数人使用某种方法亏钱的事实，得出这样的结论：我们更有可能会进入大多数人的行列。这样，我们应该寻找更有效的方法，使用那些方法我们可以理解利润来源，因此，可以从中学习，以随着时间的推移而逐渐提升自己，而不是过多依赖希望或运气。

我们还应当着眼于制定更合理的决策，并避免行为金融学所强调的非理性的偏见和直觉。对于许多交易者，如果他们只通过快速止损来避免损失厌恶，那么他们的业绩可能会改善，而且在某些情况下，这样做有实质性的提升。我们都应该注意那些诱惑我们的捷径，如果确实可能的话，要学会如何防止走上那种捷径。对许多人来说，改善他们交易的这种心理方面同改进他们的分析是同样重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的，而且，正如我已经指出的，至少有一些技术交易者的成功是源自于他们的纪律而不是他们的分析。

不过，我仍然不相信每个人都可以改变自己交易的心理方法。我见过多次，交易者可以面对明确的证明交易错误的证据，但他们不能让自己斩仓。我在前面已讨论了损失厌恶，在本部分将再次涉及这一主题，但是我所看到的因损失厌恶而遭受损失的交易者中，只有少数人能够改变他们的方式，即使他们知道自己是错误的。

特别是我在伦敦国际金融期货交易所的那段时间，我看到交易者在“被引爆”一次后，如果给更多的资本，往往会再次这样做。我曾经与这种交易者并肩交易并攀谈过，我强烈地认为这些人在某些情况下无法进行理性的思考，而且总是容易发生大的损失。有时他们可以获得可观的利润(我见过这样的交易者，使 25 万美元很快加倍)，但这种利润往往是持有风险的结果，而且一段时间以后，情况常常会反转。这些交易者有时会在雨伞组之下交易，并会讨论(如我们大多数人没有)他们的仓位和观点，但是，当面对一个潜在的坏仓位时，他们几乎好像呆住一样。他们知道他们应该斩仓，他们被告知应该削减仓位，但这样做在心理上几乎像是一件不可能的事。这就是为什么我不能不认为他们的问题是与他们如何开动脑筋有关，不仅仅是拜访一位导师或心理专家就能够解决的。

当我阅读有关杰西•利弗莫尔的书时，看起来他具有健全的规则和纪律，但是由于他未能坚持自己的规则，所以他的问题不断涌现。此外，杰西像我亲眼看到的交易者一样，不止一次被“引爆”。有趣的是，如果你在这些交易者的职业生涯中某些特定的时间观察他们，他们似乎是非常成功的，如果他们开班授课，也会吸引不少信徒。有些交易者在过去曾经遭受重大损失，而现在宣称他们已接受教训，或者说他们现在已经改用更好的技术。对于他们，我个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总是保持高度警惕。如果他们无法克服亏损是由于他们大脑的工作方式引起的。那么，他们也许应该使用类似对付酗酒的方法。他们不但不应该声称自己已经击败了他们所面对的问题，而且应该始终把自己看作具有被再次“引爆”的可能，并提醒自己，每天正视这种可能性。或者干脆承认交易不适合他们，而去尝试一种不同的职业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 7 章 了解基本面

当我认为需要写本章时，我感觉有些沮丧，但本章的确需要写。特别是许多技术分析导师居然告诉他们的客户，他们并不需要了解任何基本面，而大多数私人交易者对这一点欣然接受，因为它似乎使他们的工作更为容易。然而，任何一名交易者或投资者，在没有学习和了解市场的基本知识和基本面以及他交易的产品之前，相信他可以享受一个长期性的职业，这是完全错误的。收集知识，也应该是一个持续不断的过程。几乎每年都有新产品设立和上市，而且对于每个人来说，市场准入在世界各地变得越来越容易，我们应该花时间去了解和学习最新的发展情况。我们所了解和关注的产品越多，我们就会看到越多的机会，我们也能够选择自己认为最适合的产品去交易。在我看来，有许多私人交易者和投资者花在电视上研究要购买哪种类型的产品的时间和精力，比他们花在将 10000 美元投资在股票市场上的时间和精力要多。有趣的是，其中一些人只是因为别人都买了，就可以被说服去购买某只股票，但是当他们买电视机时，他们会比较品牌、价格，等等，以确保他们做成一笔划算的交易。即使他们只是把这种形式的研究用于股票交易，那么至少也会有一点进步。

在我第 1 章中所描述的博览会举行期间，我分发了一份调查问卷给参观者，试图了解他们关于交易和市场的知识水平。其中有个问题是关于债券的。我问道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果利率上升，对债券将产生如下影响：

1. 价格和收益同时上涨。
2. 价格上涨，收益下跌。
3. 价格下跌，收益下跌。
4. 价格下跌，收益上涨。

我认为这是一个相当简单的问题，但是调查结果验证了我对私人交易者教育水平的怀疑。当他们回答这些问题时，我与他们攀谈，大部分人告诉我他们自认为是相当有经验的交易者和投资者，但是只有6%的人对于这个关于债券的问题回答正确。很明显，这些结果非常之差，真实地凸显出私人交易者知识的匮乏。我确认那94%的没有正确回答这个问题的交易者，当一位基金经理人不能正确回答这样一个问题时，他们不会把钱交给他去管理，但是他们喜欢用自己仅有的一点图表形态或动量指标知识去自己交易或投资。次年的博览会上，作为连续的调查，我又一次问了那个关于债券的问题，同时让他们说出我画的图表形态的名称。同样，这次能够正确回答那个债券问题的交易者少于10%，但是全部人都正确识别出了那个图表形态。

债券市场是这一行业中一个巨大的组成部分，而且它们有时可以给我们提供一个不同于股票市场的前景。即使是那些只在股票市场交易或投资的交易者也应该了解政府债券市场，并紧紧跟随其动态；这真的只是基础。然而，我的调查结果显示，为数众多的私人交易者对于这些市场一窍不通。对于该行业的其他基本领域，这些交易者是否也是知之甚少，或者一点都不了解呢？

所以我认为，人们在开始交易或投资之前，应该花时间去学习有关市场的尽可能多的知识。能够识别一个头肩形态与能够理解债券市场，知道它们会告诉我们哪些信息是不可同日而语的。或许现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在我已经使图表形态和其他技术指标的不可靠性暴露了出来，更多私人交易者将倾向于提升他们的基本知识。

我们还应该学习我们正在交易或将要交易的实际产品或合约，这个过程一定要谨慎待之。多年来，我看到过太多这样的例子：不管是私人交易者还是银行交易者，他们的亏损是因为他们曾经避开这种研究。

例如，一群曾经在伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)德国债券期货和欧洲交易所德国债券期货之间非常成功地进行套利交易的交易者，当英国 Gilt 期货以一个与 LIFFE 上所列合约相差甚多的价格在欧洲期货交易所上市时，他们看到了巨大的获利潜能。他们建立了一个非常大的头寸，做多一个合约，而做空另一个，期待着这两个合约的价格会聚。不幸的是，这些 Gilt 合约与债券期货非常不同；新合约具有完全不同的可支付债券，这意味着虽然期货合约的价格相差很大，但是它们的收益是相同的。这些交易者因为缺乏调查而损失惨重。

至少有数万私人交易者对他们正在交易的合约知之甚少。举例来说，许多私人交易者被教授去扫描数百只股票，然后选择最适合他们所用策略的那一只。因为他们没有做进一步调查，所以他们几乎不可避免地在交易他们几乎一无所知的东西。有时，将有一个原因证明为什么某次交易只是看起来比较好。他们被说服去接受很多假设，比如“一切尽在价格之中”，以及“市场总是向前的”，但是我已经举了一些例子，比如股票借贷中的变化，那可能使这些假设变得相当危险。

事实上，并非只有私人交易者倾向于那样。在我工作的最后一家投资银行里，我们部门的头头(与我们这些高级交易员之间有较大的分歧)把两名相当聪明的职员调去从事交易。这两名职员，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



名是研究员，一名是系统开发经理。他们两个基本上都是基于数量的交易者，他们认为只要使用他们的数学和编程知识就可以确保成功。但是，在接下来的数个月中，这两个家伙用他们的历史测试系统和程序选择的大部分交易看起来并不那么好。大多数情况下，在他们之上有经验和知识更丰富的交易者，所以这些交易者的遭遇并不那么糟(在我们部门头头的帮助下，他们还是亏损了几百万英镑)。通过进一步观察，总有原因表明为什么他们选择的交易看起来那么棒。对于我们中的大多数人来说，或许股票借贷的困难使得卖空股票变得非常危险，或许对我们来说没有足够的流量，以使我们舒适地建立一个大规模的头寸。如前所述的那位研究员偶尔的确建立了仓位，但是在我与他一起工作的一年半时间里，他极少有获胜的交易。很多时候，正是他缺乏应有的意识(连同他“我是正确的；他们都是错误的”态度)才导致他的失败，而不只是看错了市场的方向。或许这进一步证明了历史数据测试方法低劣的可靠性。

而且，这名交易者还发明了一套系统，使用计算机生成的回测技术来再对冲我们的可转换债券仓位。每天，计算机都会产生一些我们买进和卖出的“最佳”价位，根据是股票以前被交易的情况。实际上，我担心的是，我们只有交易昨天的市场才看起来有利。在我们使用该系统期间，我们来自再对冲的获利显著降低，尽管市场的波动性明显增加——我们应该获利的局面。即使是一位没有经验的交易者也可以通过使用权衡可能出现的结果(在下一章中讨论)等技术来生成再对冲订单，其表现将大大超过这套系统。

应做的调查不一定意味着去分析公司的资产负债表，但它肯定需要了解我们正在交易的公司实际上是怎样赚钱的。所以，我们应该知道通用汽车和福特在制造汽车方面赚钱并不多；他们今天的利润更多是来自于融资部。因此，许多银行分析师和投资者现在把这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些公司看作融资公司，而不是制造商。

虽然许多技术导师认为所有的市场都是类似的，我们可以把类似的技术施用到所有市场，但是，正如我们在第 1 部分所看到的，这是一个巨大的简化。我不会考虑把同一交易或分析技术用于一只买卖价差为 12 的大型股票和一只买 / 卖价差为 70，很少或者没有股票借贷的小型股票。这两种市场以不同方式运转，比如，我们不应该以相同的方式对两个市场中出现的卖出信号做出反应。

所有交易者和投资者还都应该学习有关经济数据的知识。对于我们在我们的决策中如何使用这些数据，我将阐述我自己的一些观点。然而有很多交易者不理解这些数字，他们有时候会发现自己完全受更博学的交易者们的支配。再者，他们经常受到许多技术导师的鼓励，让他们忽略这些基本领域，那些导师认为“一切尽在价格之中”，所以他们不需要关心这种基本面问题。在下一章我将对此作进一步阐述，但是现在我将提出一点建议：为什么它们被称作基本面的原因是，因为它们是该行业基本的、不可避免的组成部分。我们可能不会总是利用它们作为我们交易的依据，但我们必须认识它们。正如我在这一章的一开始所写的，想到这一章需要写，使我伤心，但是交易者不需要了解该行业基本面的想法已经在技术分析领域变得如此根深蒂固，似乎有整整一代私人交易者被说服：他们应该完全忽略基本面。投资银行仍然认为需要这样的学习，而且今天(不像当我当初进入该行业时)，在大多数银行，所有新员工都要经过一个密集的培训计划，涵盖这一行业的各个方面。银行交易员超过许多私人交易者的部分优势仅仅是由于他们对于市场的知识。我并非在暗示我们都应该成为纯粹的基本面交易者(还有其他方面需要考虑，我将进一步讨论)，但令我诧异的是，一些技术导师可以瞒天过海地告诉人们忽略基本面。公众又一次学习到了错误的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“事实”。

查尔斯•道的思想构成了大量技术分析的基础。而事实上，他对图表形态和其他类似指标并没有真正的兴趣，他赞成基于健全基本面原则的投资。令人怀疑的是，道是否会支持技术分析家们创造的这些交易方法。

对基本面的必要的调查过程可能会引导我们发现机会，但我认为更重要的是，它可以帮我们避开潜在的亏损。我认为避免亏损与获取利润同等重要，尤其是对于私人交易者。回到本章开头，不能在这一行业做久只可能是遭受亏损的结果，所以对于许多交易者来说，避免亏损应该具有非常高的优先权。如果是因为我们对合约的知识知之甚少而没有事先看到应该看到的陷阱，然后造成了交易的亏损，那么这肯定是我们必须尽量避免的事情——尤其是当我们考虑到许多私人交易者的资本只够亏损一次，然后他们将被迫永远离开这一行业。①

我还必须补充一点，基本面分析包括可能影响合约需求和供给的任何事情。这包括分析参与者如何建仓，以及市场中的参与者类型或数量是否有显著变化。对于前者，将在下一章“定价”中阐述，而简言之，就是我们应该理解参与者是否可能对于某个特定的结果错误地建仓，因为如果那种结果出现，将对我们将要采用的交易方式产生影响。对于后一种情况，有一个实例，那就是在 20 世纪 90 年代后期网络股繁荣期间，大量新的多头交易者涌入股市。

①我注意到有些交易者在亏空之后，可以从其他工作中赚钱，所以可能继续交易。但是其他一些人可能不会如此幸运，或者在尝试过一次后就放弃了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 8 章 估 价(Pricing In)

技术分析师们声称市场总是向前的，他们认为市场可以非常好地消化信息，而通过跟随趋势，我们将站在赢家一方。但是，行为金融学认为市场价格还反映了各种各样的非理性思想，比如锚定和可获得性偏差。锚定、代表性和保守性与市场总是向前的观点相矛盾，至少在某些情况下，交易者基于过去的数据制定决策，技术交易者也是这样做。如果一个市场中的参与者使用过去的数据和非理性思考过程，我发现很难相信这个市场总是前进的。所以我们应该怀疑市场价格可能会反映什么。根据我的经验，我的观点与此稍有不同，但这些不同是非常重要的。

对我来说，市场似乎在估价时包含了特定的期望。或许在内幕交易盛行的日子里，技术分析正在被开发，一些参与者的确事先知道一些特定的信息，但是我可以向读者保证，在绝大多数情况下，这种现象已经不存在了。我听说一些技术导师告诉他们的学生，银行交易者会接触一些不公开的资料，但事实并非如此。在大多数情况下，这样认为的那些人从来没有在这一行业工作过，他们的思想通常是基于错误的看法，而不是经验和事实。

当交易者买进(卖出)合约时，那是因为他们认为未来的信息、收益、数据等将是好的(坏的)，而该合约将上涨(下跌)。然而，他们并不知道，他们使用自己相信的分析方法得出结论，而正如我们已经看到的，这些方法中有些会很差，而且是非理性的。当公司收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



益等消息或数据公布后，参与者们才知道他们的决策是否正确。但是，他们并非总是正确的，而且即使他们的决策正确，回报也并不总是很大，特别是对于迟到者。

因此，我们可以把市场看做轮盘赌桌(虽然几率要更好一些)。交易者下注后，当任何消息或数据进入市场，就像球击中桌面，我们会发现谁已经获胜。但是，我认为在市场和轮盘赌桌之间可能存在些微的差别。在市场中，存在最高付出额，所以如果很多人下了相同的赌注，那么回报会比较少，获胜的人越多，回报越少。但是在轮盘赌中，如果 100 个人都押 20，而 20 进了，那么所有押 20 的人都会获得不错的回报。

这时需要使用两项关键技术，这两项技术比学习技术指标要困难一些，但是，以我的经验，使用与否可以对决策水平产生很大的影响。这两项技术应该经常被交易者使用，特别是在处理数据时，它们应该协同使用。

第一项技术是努力了解市场运动的背景，对于这个话题，我在本书的第一部分已经重点讨论过。这听起来似乎要包含不少工作，但是我希望我已经解释过，在这一行业，使用捷径通常是通向失败的捷径。对于那些相信广告声称的那样，我们每天只需花上几分钟就可以通过交易生活的交易者们，我祝他们好运，希望他们不要为交易把自己的房产抵押上。

第二项技术是权衡可能出现的结果。我们始终努力做到这一点，但是当我们使用公司收益等数据时，这可能变得比较容易。在这种情况下，我们努力权衡的是，如果……将发生什么？回想一下前面将市场比作具有最高付出的轮盘赌桌的分析，如果某只股票自其上次收益报告之后大大上涨，我们可以认为它在估价时包含进了好消息。如果下次公布收益是好的，那么这只股票可能会继续上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨，因为每个人都据此建仓。如果收益是差的，那么这只股票可能急速下跌，因为期望被证明是错误的。在这种情况下，持有相反头寸的少数交易者将获利。

在这一点上，我应该说明一下我说的好消息和坏消息指的是什么，因为这在很多情况下可能会造成混淆。我所说的好(坏)消息指的是，数据好于(劣于)市场参与者所估价格。这并不一定意味着数据本身是好的(坏的)，也不是说数据比分析师们期望的好(坏)。例如，如果一只股票在其收益发布之前大幅下跌，分析师们估计它是每股 20 美分，这意味着投资者们认为真实数据将低于 20 美分。比如，每股 18 美分这一数字可能会占据媒体的头条，因为它低于群众的期望值，但是那只股票实际上可能不是跌那么多。它是低于分析师们的期望，但是这些期望是在数周或数月前所表达的。这样一个数字可能离投资者们的期望不远。类似的，一个 20 美分的数字可能被叫做“在线”，但是这可能被证明好于市场的期望，可能引发一轮反弹。所以在市场期望和分析师的期望之间存在差异，对于分析师来说，市场可能在估价时包含不同的期望。

我们必须明白的是，市场参与者不知道收益将是多少，所以我们的确应该认为好收益和坏收益的几率是 50—50。如果我们计算出做多某只已经大幅增涨的股票的期望回报，我们分析该股票的收益并与做空的期望回报相比较，那么我们将发现做空的期望回报通常比较好，即，做多有一个负的期望回报。

例如，假设股票 XYZ 自上次收益公布之日起已经上涨了 15%。我们可能认为当收益报告明天公布时，如果它们是好消息，那么该股票将上涨 2%，但是如果它们是坏消息，该股票将下跌 7%至 8%，甚至更多。即使该股票一直很强劲，几率最终总是 50—50；没有人真正知道结果。所以期望回报如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



+ 2%×0.5＝1%

-7%×0.5＝-3.5%

期望回报＝+1-3.5＝-2.5%

此处应注意，虽然该股票处于上升趋势，但我认为，当我们分析其收益时，阻力最小的方向可能实际上是向下。当然，以我的观点，做多这种类型的股票是错误的交易。一些交易者可能感觉卖空这样的股票不舒服(与趋势相反的方向，许多人可能感觉不舒服——但我想说，不是我)；或许该公司会除收益外，还要公布其他积极的消息，比如合并或其他一些积极的事件。在这个例子中，可能做空的风险的确高出我们的意料，但是如果我们通过购买一只看涨期权来设立一个空头头寸，那么我们对此就不必太关心(当然，该公司可能会公布另一则非常坏的消息)。

我绝不是说该公司的消息一定不好；我只是说购买这只股票的期望回报更可能是负值，这与技术交易者们得出的结论完全不同。我们的观点不同主要是因为两个原因。第一，我认为数据非常重要，可能移动市场。第二，我在权衡信息和观点，而这些在图表或以前的价格资料中都没有。正如我在第3章中所写的，技术交易者可能只基于他们所看到的来制定决策；他们看不到的不能作为一种选择。当消息是好的，股票轻微上涨时，趋势跟随者将感觉对自己的交易判断正确，但我认为他们获得的这些微小的利润是他们持有风险的结果，而且如果他们持续这样交易，那么他们注定走向失败。我认为，当该公司公布坏的结果，该股票急速下跌时，许多技术交易者将把他们的亏损归罪于不可预见的事件；毕竟，没有人知道结果是坏的。最后一点是事实，如果我们不去寻找，任何事件都是不可预见的，而且如果它曾经在过去发生过，技术交易者也不会去寻找它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此外，在这一点上，我们毫无疑问将发现许多技术和机械交易者回顾过去的交易数据，去寻找是哪一些指标和工具可以预测或暗示我们现在看到的结果。他们可能把这一过程叫做数据回测，但是对我来说，这只是数据挖掘。

权衡背景和可能结果的过程肯定不是直接的，它们是可以随着时间提升的技能。它们需要知识，我们都可以获得这种知识，它们还需要有一些技巧，不幸的是，我认为并不是每个人都会拥有这种技巧。我不认为每个人都具有成为伟大交易者的潜能，这一点和我们的行为偏差一起，可能显示出最佳交易者和其他人之间的差别。但是任何一位在本行业中寻找硬性和严格规则的交易者，肯定会以失望告终的。正如我在第二部分的开头所写的，我不喜欢“如何做”的书，而且我不是在写那样一种书。我只是提出一些一般的、可供选择的思想。我并不是在写一本书来解释我到底是如何交易的，而且我也不想那样做，但是这些章节给出了几个方法，我认为对于许多交易者来说，可以帮助他们提高交易水平。

在此，我要阐述的还有更有意义的一点，那就是，与传统的智慧相反，交易并不仅仅是获取正确的市场方向。我认为许多技术交易者会同意这一点，因为他们乐于接受具有低成功率的技术，但是他们认为(大多数情况下是错的)随着时间的推移将使他们赚钱。我要说的是即使当我们认为某个特定的运动有很高的概率时，如果我们判断那个运动的结果很小，那么面对这种期望回报，我们最好什么都不做。

概率是一个非常有意思的话题，纳西姆•尼古拉斯•塔勒布在他的《随机漫步的傻瓜》一书中对此做了详尽的阐释。根据我的所见所闻，人们大都认为交易行业是基于概率的，对此，我只是部分同意，这并不是一个鲜明的情况。如果我们在单次交易中使用一种成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



功概率较低的方法，比如技术指标，但是看起来随着时间的推移，它可以使我们获利，那么我们有很大的风险面对一连串的亏损，而无法进行长久的交易。但是，如果我们使用一种技术，无论对或错，我们认为它具有很高的成功概率，但是低概率事件的幅度可能非常大，甚至将我们消灭，于是我们再一次可能不会期望在这一行业长期做下去。这就是我们在交易方法的选择上必须灵活多变的原因之一，根据每笔交易的特性考虑其交易方法和决策。只是简单地、一次又一次地制定相同类型决策的交易者，将面临本来可能避免的巨额亏损。起因通常是不可预测事件，它们可能真的是不可预测的。

通过在我们的交易中采用理解背景和权衡可能结果的方法，我们努力要做的是把重点放在制定更好的决策上，而不只着眼于赚钱；这之间是有差别的。如果努力去制定好决策，那么积极的结果将随之而来，而且它们可能是比较能够持久的。那些把重点放在获利上的交易者可能比较容易倾向于使用捷径，并可能在无意中承担了风险和不好的交易。

我们还把重点放在根据此时此地可获得的信息，以及即将可能获得的信息来制定决策。通过这样做，我们不是把我们的决策基于以前的信息，所以我们可能较少受到保守性和代表性偏差的伤害。在没有任何新的市场信息，比如收益、新闻或板块运动等时，许多交易者依赖于技术工具来制定决策——比如，当市场在上涨时，我将买进。但是这些技术不过是经验法则而已，当我们交易时不需要这些技术。在任何一年里，通过使用真实的信息在市场中交易，总有足够的赚钱机会。我们不应该认为在市场的每一次运动背后都有可以理解的，或者可以交易的理由，或者通过分析市场数据，我们可以发现一种指标或一组指标，可以预测某种特定的运动。在更多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时间里，我们的市场是更复杂和更随机的。然而，有些情况下，当通过了解背景和市场的定位，跟随和了解新消息，并且权衡可能的结果，就有赚钱的机会。

下面这个例子可以很好地说明我和那些私人技术交易者之间的观点存在的差别，那是发生我在澳大利亚的柏斯给一些交易者做了一个演讲之后。当时恰在美国 2004 年选举之后，而我就选举作为一个例子，来说明我们应该如何权衡期望回报。在选举前的日子里，乔治•布什略微领先，而由于他是市场喜欢的候选人，所以美国指数开始增长。市场中的感觉(不管是对是错)是布什获胜将比克里获胜对市场好。然而，虽然布什已经领先，但布什赢得选举并不是确定的。就是选举之前，我与他们谈过的大多数交易者都大致以如下方式分析可能出现的结果：

布什获胜＝55%　　市场运动 +2%

克里获胜＝45%　　市场运动 -4%

期望回报＝(0.55×2)－(0.45×4)＝-0.7%

所以，即使他们认为布什将获胜，但大部分人认为不值得在这样一个不确定的时间建立一个期望回报为负的仓位。最终结果是选举非常紧张；布什获胜，市场略微上涨，但是我解释道，即使在知道结果之后，不进行交易的策略也是正确的。这次选举，在俄亥俄州大约有 10 万选民的态度不确定，没有理由认为市场可能知道布什会赢；他们认为他将赢，而且把这种可能性在估价中体现出来。

数天后，在该集团的互联网论坛上，一位技术交易员(我们叫他 A 先生)，使我考虑这一问题。他写道，技术指标清晰地指向一次发生过的反弹，所以我是错误的。或许技术交易者认为“一切尽在价格之中”包含一种想法，即所有参与者都会以我所建议的方式权衡可能的结果。已经与数百位交易者并肩工作了这么多年，现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我可以告诉那些技术交易者，事实并非如此。从本质上讲，这名交易者的论断是结论证明了方法，部分原因是他从未花时间去查明那些方法是什么[①]。我始终认为，他做多的交易具有一个负的期望回报，而且任何一位以这种方式交易的交易者，都只能依靠一定数量的运气在该行业中继续交易。不幸的是，真有这样一些人。他们认为他们赚钱是因为他们的分析，但极有可能是他们赚钱是因为他们承担风险。如果你承担风险，那么你应该期望一些回报，但在某些情况下，你很容易坠入亏损的泥潭。通过分析期望回报，我们可以了解一笔交易的风险，然后决定是否继续交易。我们还根据每笔交易自己的特点来判断它，而不是落入一个陷阱，认为因为一笔交易已经在过去有效过，所以它在未来将继续有效。

所以我认为估价的概念与技术交易者们必须接受的市场向前的假设是大不相同的。如果你同意估价是对市场动作的一个更好的解释，那么你应该不会那么容易就选择比如趋势跟随等技术方法，而且应该考虑像权衡可能结果之类的技术。我知道第二个过程要更困难一些，但如果第一个本质上是充满缺陷的，正如我认为的，即使它再好用，也不会给我们带来任何好处。

当你紧紧跟随市场时，你会发现市场并不总是按他们的估价前进，当然并不总是向前的。虽然我知道没有足够的实例可以证明我

---

①对于这一点，他的确切回答如下：

"高风险市场行情喜欢美国的总统选举。"不像所有愚蠢的哑式民意调查，衣阿华(Iowa) 期货总是预测一个胜利。

在 11 月 2 日之前的数周里，有一个明显的多头背离，随之价格根据 Dow 和 SP 运动。市场先生知道所有的一切，把他污秽的钞票放在桌子上。跟着投入多少多少现金。

我始终认为市场不会已经"知道"布什将获胜，当他的得票在一个有 5 百万人的州中低至 10 万时(其中，顺便说一句，是俄亥俄州，而不是爱荷华州。爱荷华州接近，但只有 7 张选举人票)。但这清楚地表明那些技术交易者的想法与我的明显不同。我不确认这位交易者不否曾在该行业中工作过，但是通过我与基金经理、套利基金经理、银行交易者，等人的交往，我不记得有人会事先知道选举或收益的结果。他们可能是基于他们的分析做出的猜测，但猜测永远不等于现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的观点，但是请记住，我不是在试图制定一条规则或定律；我只是努力去解释权衡可能结果的概念。

图 8-1 表明诺基亚在其 2004 年 4 月的收益公布之后急剧上涨。本例中，在诺基亚的 Q1 2004 收益公布前的三个月里，它的股票几乎没有变化。就在收益公布之前的几天里，出现了一个仅低于 10% 的反弹，但总的来说，投资者可能对该公司还不确定，而且我认为技术交易者和我对此都没有足够的根据做出判断，即使是使用事后分析。在诺基亚的收益公布之前计算出的收益回报差不多是 0，所以我们应该不进行交易。正如结果所示，诺基亚辜负了人们的期望，我们看到它的股票下跌了将近 20%。

但是，如果我们分析一下紧随诺基亚的公告之后摩托罗拉股票

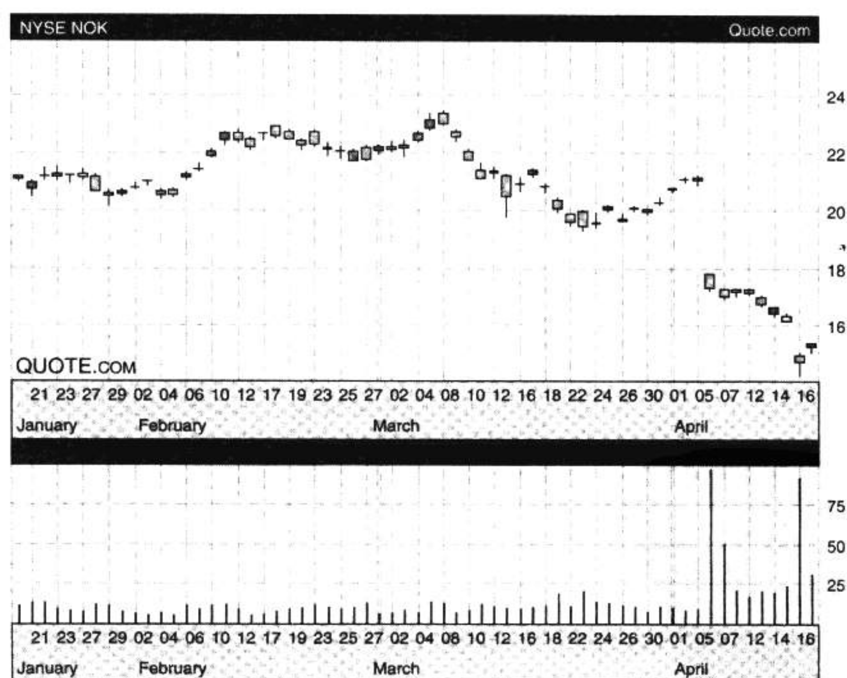



图 8-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的表现，那么情况就变得非常有意思。在这之前，诺基亚和摩托罗拉都是密切相关的，而且通过跟踪摩托罗拉，我们可以发现我提倡的技术与被动的技术有何不同。图 8-2 所示为摩托罗拉在其收益公布前后的数据，其收益公告几乎比诺基亚晚了两周。

诺基亚的结果在 4 月 6 日公布，而且我们看到，尽管在那一点之前摩托罗拉是处于上升趋势，但它的股票开始下跌。不管是对是错，这只股票的表现正是我所期望的，对于紧密相关的股票总会发生这样的情况。这张图表之前的历史只是历史。它是过去的参与者们的行为，我相当确信，如果他们知道现在的情况，他们将进行不同的交易。对于我们中那些在 4 月 6 日或 7 日进行交易的人们，假设摩托罗拉正在上涨是因为过去的交易者已经购买它，而且认为他们的估价是正确的，这种假设是非常危险的；毕竟，诺基亚的投资

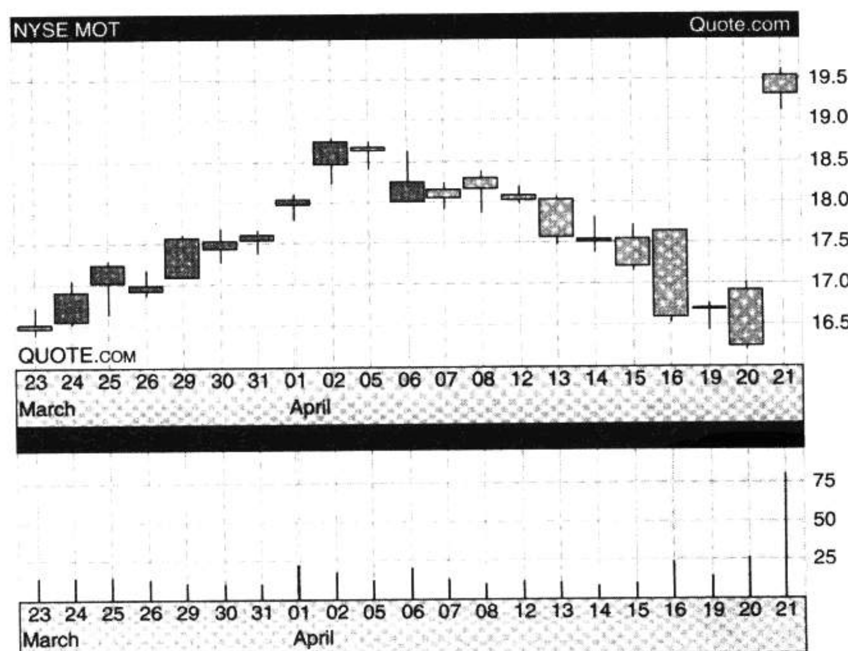



图 8-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者也在同期购买过，而他们现在正在遭受实质性亏损。4 月 6 日的行情完全不同于 4 月 5 日，而且过去的趋势不再有用。我们必须根据最近可获得的信息进行交易，而不是根据以前的交易者们在过去的行为。经过一段时间，许多技术指标显示市场方向正在发生变化时，可能已经为时已晚，正如我们在本例中所看到的。我们应该对自己说的是，有许多摩托罗拉的持有者现在在那里可能有一点紧张。它可能不在图表之中，但是与我一起工作过的几乎每一位银行交易者都知道在接下来的几天里，对于这只股票来说只有一条出路，那就是做空。

摩托罗拉在接下来的两周里一直下跌，直至它自己的收益公布。所以我们已经看到市场不是前进的，而且图表对于如何交易摩托罗拉，给出了很少指示，或几乎没有指示。但是我认为那些跟随消息和数据，并且可以理解市场如何运作的交易者至少应该知道他们应该避免做多，甚至可能已经进行做空的交易。

但是在摩托罗拉收益报告公布的前一天，如果我们权衡可能产生的结果，那么情况可能改变。摩托罗拉的股票已经下跌了大约 12%，原因是投资者们担心摩托罗拉公布的数字将类似于诺基亚。不管这是否是理性的，它都可能是审慎的考虑，对此我非常明白。但是，事实上他们现在在估价时加入了坏消息。记住一点，诺基亚大约下跌了 20%，这是一个强劲的冲击，许多投资者们都没有准备好。如果我们计算出当摩托罗拉的收益报告公布时，持有其头寸的期望回报，我们将得到下面一行数字。

如果结果是好的，摩托罗拉股票至少会回补已经下跌的 12%。应该认为这种概率是 50%，因为没有人知道结果将是多少，尽管我们已经知道诺基亚的情况。而且，在诺基亚的结果之后，市场对于什么会形成良好结果的看法可能已经改变，即使是同一行数字也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能以一种更积极的态度看待。

如果结果是不好的，那么摩托罗拉股票可能只会下跌很少一部分，因为这是一种已经在估价时被考虑在内的情况。摩托罗拉的股票持有者将不会像诺基亚的持有者一样受到震惊。

所以期望回报应该是

50%×上涨 12%－50%×下跌 3%＝＋4.5%

该期望回报倾向于做多摩托罗拉，到目前为止，做空不再是明智的选择。在图表中没有丝毫迹象表明这一点，而且事实上，现在摩托罗拉已经持续下跌了两周，许多技术指标将显示该股票已经进入下降趋势。例如，许多基于移动平均的系统将建议做空头交易。[1] 但是，根据我们确信的事件，通过了解摩托罗拉为什么下跌和权衡可能产生的结果，我们将得出完全相反的结论。

做多还是做空，取决于每位交易者自己。当然，摩托罗拉可能同时公布一些坏消息，如果那样的话，我们的期望回报值就是错的，但是通过购买看涨期权或者设置担保的止损单(现在一些经纪人允许设置)，我们可以弥补这种情况。但至少我们能够明白做空的确是比较差劲的选择，这与许多技术交易者的想法相反。

正如我们所看到的，摩托罗拉公布了好的数字，其股票立即反弹了接近 20%。虽然这次跳跃高于我的期望值，但可能有许多交易者正在持有空头。由于该股票就在数据公布的数天前还在下跌，而且成交量持续增加，所以这一结果看起来似乎相当不合常理。我们还应该注意到，历史数据测试方法在这种行情下没有什么作用，因为它有效的前提同其他技术方法一样，即市场是前进的，所以我们

①我确认在数百个技术指标中，可能有一个或更多会“预测”摩托罗拉股票的下跌和随后的上涨。但是毫无疑问，就在诺基亚的结果之后，摩托罗拉还没有被大多数技术指标显示为做空，而且类似的，在其收益报告公布的前一天，大部分指标仍显示为下跌趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应该跟随过去交易者们的行为。回想一下在注释 1 中引用自 A 先生的话："市场先生知道所有的一切，把他污秽的钞票放在桌子上。跟着投入多少多少现金。"然而，不幸的是，像我在这些市场中碰到的许多假设一样，那也是一种危险的想法，但它是技术分析的一个重要基础。以过去的行为为基础进行交易，需要假设过去的交易者是正确的。我甚至不会考虑使用这样一种假设。

或许这也帮助阐释了我的思想，即消息和数据是重要的，我们必须跟随它们。Amazon.com 的股票在其 2005 年 2 月公布其收益后，下跌了 15%；在 2004 年，正如我在前面所展示的，诺基亚在其收益公布后下跌了接近 20%，而且几乎每周消息和数据都会引起一些较小的市场运动。对这些时期置若罔闻的技术交易者是把自己推向亏损的深渊。记住一点，这些公告不是随机的；我们事先知道它们将会发生，所以我们应该事先计划好对策。因为我们假设人群是前进的，而且他们的集体决策是正确的，所以我们就跟随他们，这种想法只能说是一种经验法则。参与者的确在估价时考虑了一些事情，但是他们不知道最终的结果。

以摩托罗拉为例，一些技术分析的支持者们认为较长期的趋势仍然是向上的，而且，不像短期交易者，长期技术交易者可能会继续持有该股票。对于这一点，我的感觉是如果交易者甘愿接受这种情况下 12% 的下滑(事实上，我知道一些课程最多接受 40% 的下滑)，那么他们的任何一次成功不过是持有风险和资本雄厚的结果，而不是因为它是一种可靠的交易策略。再者，大多数交易者或者不能接受这种思想，或者在面对如此大的下滑时将不再使用该系统。此外，诺基亚的长期图表几乎与此完全一样，但是它的表现要差得多。如果因为摩托罗拉的长期趋势强劲，就认为坚持做多摩托罗拉是一笔好交易，那么坚持做多诺基亚也是一笔好交易。只有通过后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



见之明我们才能区分这两只股票。

对于我们来说，根据财务数据和经济数据交易可能比较容易，因为我们事先知道它们何时将要公布，分析师们的期望是什么，以及市场在估价时考虑了什么。但是，有一些新闻和信息在发布之前是不能事先知道的——比如收购公告、董事变更，甚至地缘政治事件。这是有效市场假说支持者认为的随机中的一部分，意味着我们不能从过去的价格历史中获利。有时，由于保守性和代表性偏差的存在，市场对新闻的反映可能比较缓慢，但并不总是那样，比如我们已经看到的诺基亚和摩托罗拉的例子。在这个例子中，市场对收益数据迅速做出了反映。类似的，例如在 2004 年底一项对保险公司的调查不期而至，以至于它们的股票价格立即下跌。我们不能忽视这种类型的事件，因为在这一行业中它们总是伴随我们左右的。

考虑到这一点，那么相信趋势，并认为趋势是市场最可能的运动方向，似乎是认为所有信息，不管是否是可以事先知道的，都不会立即对市场产生影响。市场将缓慢地改变方向，所以我们有时间退出交易。这就是反转指标和形态的用武之地。但这是对市场太大的简化，不过是经验规则而已。

相信趋势是一种代表性偏差，我们不但不应该相信趋势，而且应该根据每天或每一时刻的特点做出判断。我们应该自问，“市场或合约现在看起来怎么样?”，因为在过去交易这份合约的交易者不知道我们现在所知道的；他们只是在做猜测。这就是为什么在我们的行业中有如此多“惊奇”的原因；人们简单地认为市场总是正确的。正如我在后面将要讨论的，所有假设都是危险的。这也是我为什么不相信长期趋势的预测能力的原因。的确，当我们画出一份合约的图表时，我们一般都会看到长期趋势，但是我认为趋势是单个决策和交易日序列的累积，而不是某种形式的集体思维，也不是趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



势中较早的交易者“知道”些什么。因此，我认为对于交易者来说，集中精力于不超过一周的短期交易要更安全一些，而且在做交易时要基于我们知道的新闻或资料。如果其他人想让“趋势”延续更长时间，那么我们可以把我们的获利头寸保持尽可能长的时间，但是我们应该始终保持一个紧凑的止损单，以作为保护。

再回顾一下我在第 3 章中对头肩形态的阐述也是非常有趣的。头肩形态不可能是由市场情绪创造的，因为成功的头肩形态和失败的头肩形态在它们到达颈线之前是完全一样的。是穿越颈线，还是反弹回去，取决于那几天所发生的事情，而不是由以前的行情决定的，所以与历史是不相关的。此外，一旦合约价格穿越颈线或从颈线弹起，它是否会保持相同的运动方向，取决于之后每一天发生的事情。

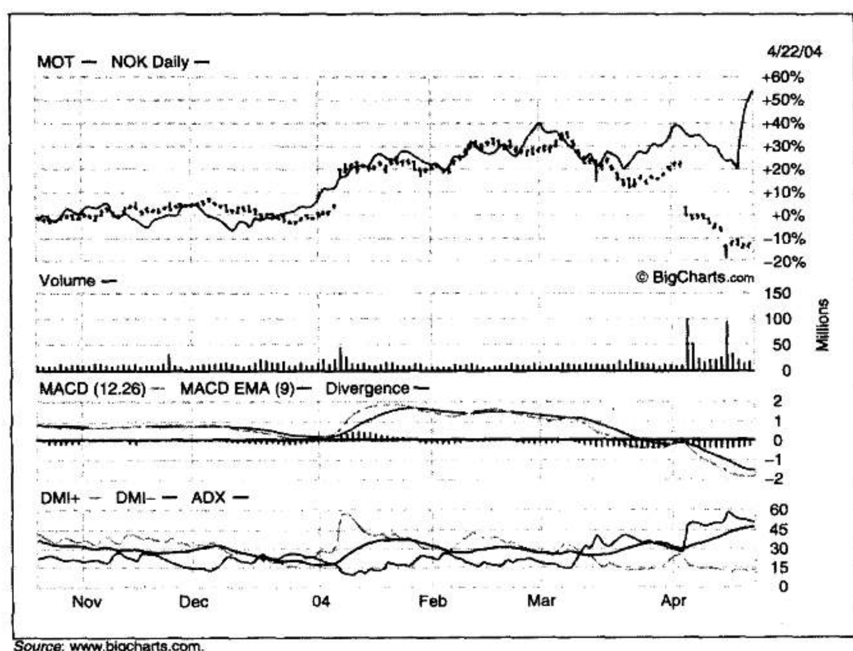
同样的方式，值得看一下诺基亚和摩托罗拉在它们的公告发布之前交易的相似性和发布后的行情。图 8-3 所示是这两只股票的比较，以及诺基亚的一些技术指标。

在图 8-3 中我们可以看到，诺基亚和摩托罗拉的股票在摩托罗拉的公告发布之前基本上是非常近似的。这就是问题所在，在这一段时期，对于这两只股票来说，所有的技术指标将产生非常相似的结果。然而，我们可以看到，这两只股票的结果是完全不同。市场总是前进的吗？我们可以声称这些工具是有效的吗？这两组结果之间似乎有很大的差距，其中之一或许可以用市场总是前进的观点来解释，而它们在估价时考虑的期望有时是非常错误的。我们所看到的情况类似于头肩形的解释：两份合约交易几乎完全相同，然而最终结果却非常不同。我们不能指望技术指标可以预测什么事情。所以，只使用这些技术指标而不理解背景应该被视作是非常危险的。

当然，如果有人事后观察那些天的行情，可能会发现某个指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






*Source*: www.bigcharts.com.

图 8-3

或其他的技术工具似乎对每只股票都是有效的，但事实是直至收益报告公布，两份合约都以相同的方式交易，所以任何人都不可能同时观察两组指标或图表，然后为未来制定决策，他们需要使用完全不同的工具。与第 4 章中我们看到的证据联系起来，可以知道在过去表现最好的工具或指标在未来却表现欠佳。正如我已经指出的，只有使用后见之明，我们才能区分这两只股票。

除了应该了解背景和权衡可能产生的结果之外，我们应该使用的第三条纪律是寻找我们正在交易或准备交易的合约之外的信息。许多技术交易者认为这样做没有必要，因为一切尽在价格之中。但是我们已经看到，摩托罗拉受到来自另一只股票的新闻的影响，直至新闻公布为止，这不会在图表中很好地体现出来。我们将在下一章看到这方面进一步的证明。当我们分析交易时，我们需要寻找不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确认证据，而这只有在我们观察的图表或数据之外才能找到。

## 交易的频率

为了更加理性的交易，我们需要忘记因为合约已经上涨或下跌就进行交易，而把精力集中在当我们知道了合约价格为什么运动，是什么影响了它，以及接下来的数天或数周可能发生什么时才交易。这种情况肯定会比较少，但是我坚信，市场中的机遇比大多数交易者想像得要少得多。许多交易者看到的机遇很可能是风险或噪声。这一点的确非常重要，因为过度交易在私人交易者中间特别显著。有如此多的技术形态和指标可供使用，那些接受过技术培训的交易者将比我发现更多的交易理由。但是，他们的许多交易只是基于噪声，而不是基于信息或适当理性的分析。如果权衡可能产生的结果与预期回报道致你的交易频率下降，那么这可能是正在向好的方向发展。我不希望，也没有必要在价格的每一次变动时都进行交易。同样，我也不认为所有的价格运动都是理性的或最符合逻辑的。

当然，要计算出预期回报，我们必须对某项交易的获利潜能有一个切合实际的概念。我们不但看到技术工具在预测市场趋势方面非常差，而且在对头肩形态的研究中，我们看到技术支持者们建议的目标价位都远谈不上准确，或者说是不切实际的。

计算一笔交易的获利潜能需要了解该交易为什么建立，交易的理由是什么，以及主要行情是什么。显然，一旦一笔交易被建立，它应该至少每天被评估一次，而且有可能要调整最初设估计的获利潜能。如果这样的话，那么我们需要重新计算一下预期回报值，然后决定该交易是否还值得持续下去。随着合约价格的运动，预期回报很可能会改变，我们必须要注意这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



计算出一个切合实际的目标或预期回报，也是作为我们止损订单的主要决定因素。关于我们应该如何测试一份合约的历史数据，然后根据该合约的交易历史，使用平均置信区间(ATR)等技术方法设置止损价位，我读了大量的资料(主要是来自技术课程)。所以我经常看到交易者和导师建议将止损价位设在三倍于 ATR 的位置，认为那样最有效。

但是对于这种类型的分析我有两点主要的担心。第一，我担心历史数据测试本身和我们设立头寸的事实，以及在这种情况下，止损价位是基于昨天的市场。如果明天的市场不同，这是难免的，那么我们的结果几乎是毫无意义的。

第二，在我看来，止损价位应该直接与获利目标，而不是别的什么价位关联；通过这样做，我们可以保证风险 - 期望回报是对我们有利的。所以，如果我们认为某笔交易可以使我们赚 7%，我们的止损价位最初应该是该数值的一个分数或百分比，比如 1.5%或 2%。通过这样做，我们知道，相比较我们的预期获利，我们不会冒太多的风险。

因为技术指标在预测市场动向方面相当差劲，对于目标价位也是如此，所以，如果一位交易者进入交易时只想尽可能久地进行交易，然后设置一个三倍于 ATR 的价位，那么很有可能他的风险与回报不成比例。比如说他的止损水平是 5%，而且他最终获利是 5%。虽然他会为自己的获利感到高兴，但是拿 5%的风险去换取 5%的利润不是一笔好交易。这是一个差劲的预期回报，这位交易者可能会发现很难在这一行业进行长久的交易。

我知道在一开始就计算出一个切实的目标和预期回报可能看起来有些困难，但是随着时间的推移，这些技术可以提高我们的交易水平。任何人都不要指望在一夜之间成为一名伟大的交易者。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们给自己设定一个每年都进步，每年都会制定更佳决策的目标，那么我们更有可能接触到自己的潜能，要么成为伟大的交易者，要么退出市场。当然，使用别人的假设，比如趋势跟随，入场和出场点，以及目标价位，将使我们的交易变得更轻松。因此，对于那些希望快速上手并获利的交易新手来说，这看起来的确很有吸引力。但是正如我们在该行业中不断看到的，更轻松的未必是更好的。

## 小结

我想重申一下最后几点。第一，虽然我通过列举收益公告的例子，使大家更容易明白理解背景和权衡可能结果的过程，但是我们对于每一笔交易都应该这样做，而不只是面对这种数据的时候。信息和新闻在一个稳定的基础上击中市场，虽然只在这些时间交易会降低我们交易的频率，但是我认为，只要我们对于背景和可能结果的分析是正确的，那么这些时间将是最好的交易时间，而且会提供更多的机遇，而非风险。

第二，我不希望交易者获得一种印象，即他们可以形成一种交易风格，在市场收益公告发布之前快速增长时卖出股票，反之亦然。这又是一种经验法则式的交易风格。每次交易都需要了解背景和适当的评鉴，目的是避免根据低劣的经验法则得出结论。

在交易行业中工作了这么多年，我发现一件有趣的事情，即我碰到的许多很棒的交易者同时也是很棒的赌徒，尤其是在体育差额投注方面。事实上，许多体育差额投注的发起人就是一些想把他们对体育的爱好和他们的交易能力同时结合在一起，而且可以利用公众赌博的另一方面来获取持续的利润。区分这种职业赌客和整天都呆在博彩店里的赌客们的一条关键因素是前者不会每一场比赛，或每天都下注；只有当他们对赛事有很好地了解，而且预期回报比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



满意时他们才下注。我常常听到这样的论述，“我认为 Arsenal 应该赢得那场比赛，但是预期回报为 3/10，这样的几率不值得做。”这些人不是根据直接概率下注，而是根据预期回报，而且只有看到机会时，他们才下注，而这种机会并不常有。那些整天呆在博彩店里的赌客们显然认为有赚钱的机会，那事实上并非每天都有那么多明确的机会。这类赌客中，有些还使用系统，但事实上它们不过是下注的借口(事实上，它们是过度下注的借口)。

同样，为了达到每天交易的目的，虽然技术交易者喜欢挑选一些价位交易，但是我，像许多银行流量交易者和期货池交易者一样，宁可做难免进入市场的倒卖或跟随交易。这样做，我们就像赌马者一样；我们尽量不去承担太多因为某个事件的发生而产生的风险，宁可去倒卖其他人的资本。例如，如果一位赌马者收到对某一批马的大量投注，那么他将划出一些这样的赌注给另一位赌马者。的确，有时他会承担一些风险(虽然我们作为流量交易者不必承担风险)，但是大部分时间，赌马者可以通过交易赌客们的资本而谋取生计。近年来，银行也已经认识到，有如此大的流量在市场中流通，没有必要继续承担太大的风险，而只要通过交易这些流量就可以获得更稳定的利润。

## 估价和 EMH

市场价格并非向前，而是包含特定的期望，这一论断恰与圣路易斯联储(Federal Reserve Bank of St. Louis)的克里斯多佛•尼利在他的论文《外汇市场中的技术分析:外行入门向导》(Technical Analysis in the Foreign Exchange Markets: A Layman’s Guide)给出的对有效市场的描述相吻合。尼利认为有效市场这一术语“意味着在任意时刻，资产价格代表了市场的最佳猜测，该猜测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基于当前可获得的信息，比如资产的基本价值。”其中，短语“市场的最佳猜测”非常重要，因为它同时包含了理性和非理性分析。例如，如果有足够多的趋势跟随者，那么市场的最佳猜测将包含他们的代表性。正如我们看到的摩托罗拉的例子，如果我们可以了解市场为什么被猜测一种特定的结果将产生，那么我们就可以做出更好的判断。但是因为非理性，对部分参与者缺乏了解，以及其他一些因素，市场的最佳猜测可能不那么准确。网络股的繁荣与萧条就是一个典型案例。那些把价格驱赶到荒谬价位的交易者什么都不知道；他们把自己的期望加入价格之中，而那些期望太高了。由于种种原因，对于理性交易者来说，不可能对他们做出公断。

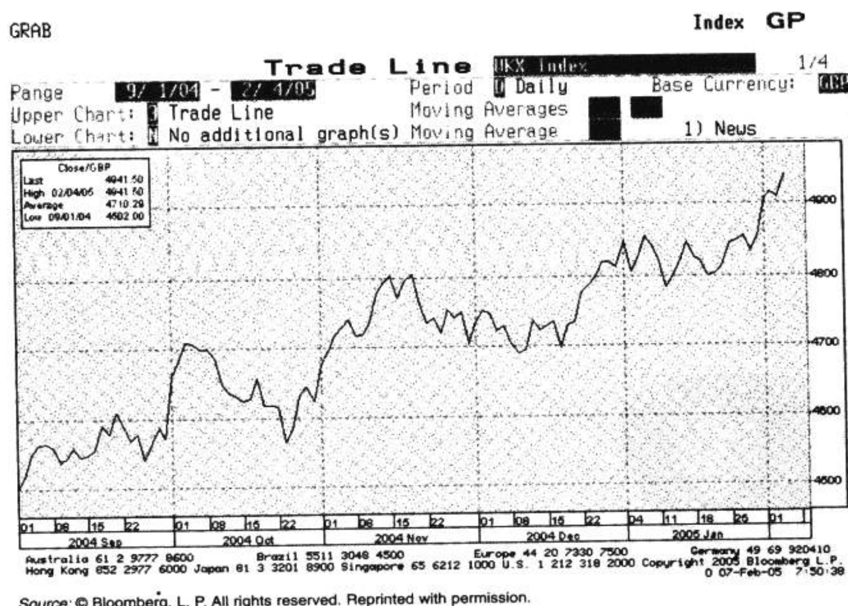
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 9 章 哪一个市场是向前的

技术分析师们认为市场一直向前，我们应该跟随参与者们创造的趋势。但是，如果我们总是得出相反的结论，那又将如何呢？图 9-1 是富时指数(FTSE index)从 2004 年 9 月至 2005 年 2 月的一张图。

我们可以看出，从 9 月到 10 月这一段时间，英国市场出现了一次实质性反弹，如果我们认为市场是向前的，那么对英国经济和




*Source:* © Bloomberg. L. P. All rights reserved. Reprinted with permission.

图 9-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

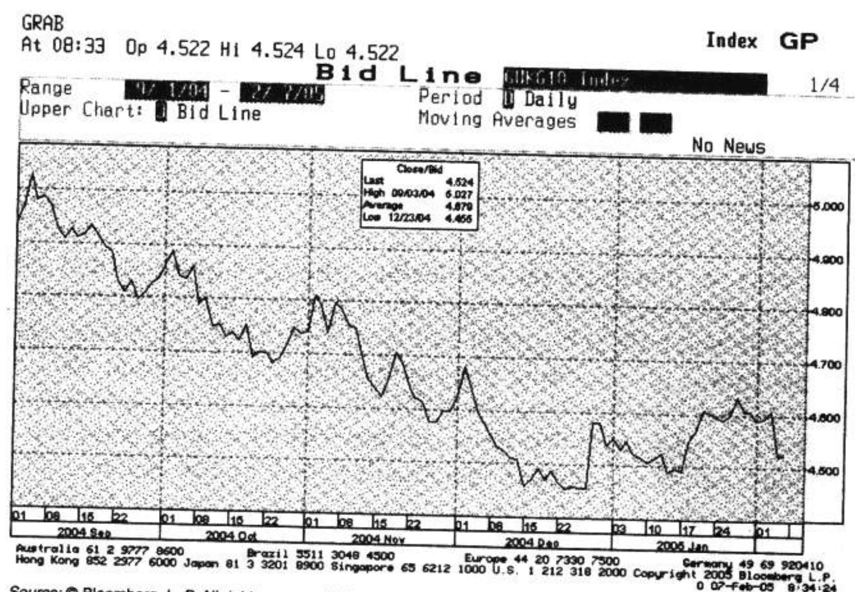


英国的公司来说，前景是光明的。

然而，当我们观察英国政府债券的收益时，我们看到的是一幅截然相反的画面。图 9-2 表明这些收益在同期出现了可观的下滑。

英国政府债券的 10 年期收益在同一时期从 5%降至 4.5%(30 年收益降至 4.35%)，而且当时大英银行的隔夜贷款利率为 4.75%，收益曲线已经变得反转。对于那些没有研究过债券市场的人来说，一条反转的收益曲线表明紧缩正在逼近。当隔夜利率为 4.75%时，债券投资者可以接受 10 年期债券 4.5%的收益，表明他们认为那些利率即将下降。这种现象通常是由于经济发展趋缓造成的。

于是股票投资者和债券投资者看来是持有截然不同的观点，而这与一切尽在价格之中和市场总是向前的观点也似乎是互相矛盾的。哪一个市场在向前？是股票价格反映了债券市场的衰退，还是债券价格反映了股票持有者的积极态度？传统的观点认为债券市场




*Source:* © Bloomberg. L. P. All rights reserved. Reprinted with permission.

图 9-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是比较可靠的指向标，但这不可能是一成不变的。从 2003 年中期至年底，美国债券价格急速下跌，原因是债券交易者错误地认为美国经济发展将趋缓。

在写书期间，我所能说的是参与者监视市场并在估价时考虑所有信息的假设并不多么准确。随着时间的推移，我们可以期望一组投资者是错的，但在这一时刻，我们不能得出哪一组将失败的任何结论。[①]

我已经证明，许多私人交易者似乎对债券市场知之甚少，甚至一点概念都没有。虽然我不怀疑跟随英国股票的上升趋势可以获利，但这样做的交易者们很有可能是因为承担风险而获利。虽然他们观察的市场(他们相信一切尽在价格之中)正指向一轮连续的强劲趋势，但是总的来说市场是不确定的。再者，从我的角度观察市场和从那些只交易富时指数的交易者的角度观察市场，是完全不同的。如果最终结果表明股票持有者是错的，那么那些做多者只有在市场方向变化缓慢的情况下才能在不受多大伤害的情况下退出交易。

对此，我可以听到许多读者在说，“但是做多富时指数已经赚钱，所以跟随趋势是正确的。”但是，如果这些获利只是冒险的结果，而不是以一种负责任的方式交易，那么这样的交易者不应该希望有一个长期的交易职业。毫无疑问，冒险可以获得回报，但却不可能获得长期的成功，因为冒险需要的是运气，而不是技能。当然，我还要加一句，对于持有 Gilt 多头的交易者也是如此。

因为股市正在上涨而购买股票是确认性偏差的一种形式，它是我们所看到的许多人的决策制定方法中的一个缺陷。如果我们希望

---

①还有一种可能，即通货膨胀可能上升，同时经济放缓，在这种情况下，两组投资者都可能亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



制定更好的决策，那么我们必须去寻找不确定的证据，而这些证据往往只能从另一种合约或产品中获得。在这一方面，对于背离、成交量和其他要素的研究并未被证明足够可靠。寻找不确定证据的更好的方式是观察另一种产品，然后看一下这些产品的市场参与者们的想法。由于大多数股票市场的参与者都做多，所以最好是从一组不同的投资者身上寻找线索，这时债券市场就变得非常有用。如果股票在上涨的同时债券也在上涨，那么两组投资者的观点相同。此时我们不管是购买股票还是卖出债券都更有信心。但是，如同在富时指数和英国债券收益的例子中所看到的，如果他们的观点完全不同，那么我们在任一产品上都不能得出任何结论，所以我们不应该交易。相信一切尽在价格之中，使得许多技术交易者只是孤立地观看图表，而我认为这是一种严重的缺陷。我不怀疑趋势跟随者到这一点为止通过做多富时指数或债券已经赚钱，但我的想法是，我希望做出好决策，而且只有通过好的决策，我才能够获得一个可持续的交易生涯。如果我决定只去追逐利润，那么我的结局可能是制定低劣的决策或冒险。那么没有寻找不确定证据或者没有注意到债券市场的交易者们，当然不能也不会知道他们的利润或亏损可能是冒险或低劣决策的结果。他们倾向于把结果归因于“不可见”事件。

再者，我已经看到有越来越多有经验的和比较明智的技术分析师以周围市场的行情为背景去分析某一个市场。对我而言，这表明他们认识到单张图表可能不会包含其他人所认为的所有信息。以我的观点，你或者相信一切尽在价格之中，而且市场是向前的，或者不相信。如果你不相信，那么你就不应该因为存在趋势而跟随趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 10 章　变得更主动

我们知道“一切尽在价值之中”和“市场总是迎头向前的”是几乎所有的技术交易者对市场的两条假设，还包括历史数据测试者和趋势跟踪者，于是这只股票正在上涨是因为参与者已经消化了所有可用的信息，认为该股票前景良好。或许一些参与者比另一些速度快，或许动量将继续，于是技术型交易者建议我们跳到趋势的背脊之上，由于市场是迎头向前的，所以这是阻力最小的通路。

如果我们回忆一下本书前面的章节中所举的一些例子，我们应该发现这些假设存在的一些问题，而且也许我们应该寻找一些方法来避免作这样的假设。我自己的经验和一些研究，包括斯科特(Scott)，斯达姆普(Stumpp)和徐(Xu)[①]的研究，都认为对新闻的反应迟缓可以导致动量效应。在一定程度上，某些形式的趋势交易和动量交易可以利用这一点，而同时我们也应该看到动量交易不知道自己进入的是早还是迟。更重要的是，如果我们认为动量是因为投资者对新闻反应迟缓而产生的，那么可以确信我们能够早进入动量循环周期的一种方法是跟踪新闻和数据。我们可以看到一种食物链开始形成，我在第 3 章中曾对此作过暗示。当新闻和数据发布后，银行投资者通常是第一批做出反应的交易者。紧随其后的是另外一些新闻追踪者和在基本面方面知识也比较丰富的技术交易者(但在

①James Scott, Margaret Stumpp, and Peter Xu, “News, Not Trading Volume, Builds Momentum,” Association for Investment Management and Research, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



某些情况下不会将此透露给他们的追随者，最后一部分是剩余的技术交易者，只有趋势或动量持续足够长的时间，他们才会赚钱，有些东西他们永远不会提前获知(我们已经看到，与他们被告知的事情相反，大的成交量并不代表动量将继续)。我认为增加他们获利机会的一种方法是鼓励更多的交易者们以相同的方式交易；或许这就是培训师们讲授这些方法的一个原因。当他们有更多的追随者时，他们就更有机会赚钱，因为老师应该总比学生超前。然而，这种类型的食物链更加接近于庞式骗局或金字塔骗局，而非一种可靠的交易方法。①

当分析这三组交易者的表现时，我发现第一组(即银行交易者)是最成功的，而最后一组(私人交易者、技术交易者等)是最不成功的。虽然银行交易者也可以通过客户流、买卖差价等赚钱，但我仍然认为该结论是正确的。不管有多少技术培训师如何建议，对于银行交易者来说新闻和数据都是重要的，他们不断监视和考量它们。我认为如果我们接受这种观点，那么即便有一些动量的影响，我们永远不能确信它有多大，或者可能持续多久，那么我们最好不要进入这一食物链。通过观察基本面，我们能够以更快的速度做出反应。由于进入交易时总是迟到，所以长期回报甚微，我们已经研究过的大部分交易规则看起来都符合这一点。正如我已经讨论过的，不仅是我不喜欢大多数形式的技术分析，而是他们反映太迟钝了。我的建议是，如果我们不能使自己进入这一食物链的高一级，那么我们应该离开交易行业，因为在第三组中很少有机会获得长期的成功。

---

①庞氏或金字塔骗局需要新的参与者现有参与者付一定费用。逐渐地，这种系统达到一定而高度而崩溃。虽然我没有声称这就是在技术分析行业发生的情况，但是当我阐述技术分析有时会成为自我实现的预言时，确实有些类似于庞氏骗局。由于我正在写的是一本很多人认为会引发争议的书，所以我可能提出这种思想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当然，有些情况下即使没有新闻或数据，也会形成趋势或动量。那么此时我们应该做什么呢？我们可以从相关合约的暗示中寻找确认或不确认证据。但事实上，如果我们不能理解趋势产生的原因，我们就不应该交易它。我们已经看到技术方法与经验法则差不多，所以在对背景不甚了解的情况下就不应该交易。如我在第 3 章中所述，背景是交易的关键因素。而且在第 8 章中，我已经证明理解背景和数据可以使我们得出与技术分析者完全不同的结论。

如果我们同意行为金融拥护者的观点，认为市场可以反映非理性的推理，而且并不总是迎头向前，而是定位在特定的价格，那么我们就不应该轻易跟随他人的观点。我们应该努力发现趋势的背景，并权衡可能出现的结果。实质上，我们应该做的是努力去制定我们自己的决策。交易和投资都是在不确定的情况下制定决策，而我很奇怪为什么人们使用所有的捷径来帮助制定决策，因为那些捷径更像是障碍。我们应该尽量自己制定决策，并看一下自己是否有能力制定优良的决策。

我们还应该记住交易的本质是试图计算出一个合约在将来是如何交易的。太多的交易者花费大量的时间去分析过去，然后就认为过去的形态将重复出现；而不是花时间去分析将来可能会发生什么。不管是什么软件，如果他只能分析过去的数据，而不能把那些数据应用到未来，那么我不会认为它能给我们带来任何真正的优势。然而，如我在前面所解释的，这样做所需的信息不在过去的图表上，也不在过去的数据中。以我的经验，超越图表(离开图表的右侧)看问题是优秀交易者的标志。

## 学习如何捕鱼

某人说他的技术在过去非常有效，不管是图表形态，还是历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据测试过的移动平均，如果我们因此而使用他的技术的话，那么我们就不能制定自己的决策。对于所有非常流行的交易和投资“提示”邮件也是如此。一个形象的比喻就是人们宁可要一条鱼也不去学习捕鱼。但是引起人们争议的是，不管捕鱼是不是真的为了赚钱，总之鱼贩子们变得更加富有了。事实上，我最近读了一则报道，说两个家伙在几年前开了一家交易软件公司，根据那份报上的“富人排行榜”，他们现在已经跻身西澳大利亚十大赚钱能手之列了。我想知道他们的客户有多少能做到那样。

我们唯一的保护措施是学习如何捕鱼，学习尽可能多的市场，并了解它们是如何运作的。试着去理解为什么市场以他们特有的方式运动。我个人并不认为对于一份合约的每一个动作都可以给出解释。所有合约每天都在运动，但是不管记者们如何建议，对于每一个动作不可能都有清晰的解释。许多交易者宁可根据噪声交易，也不关心真实的信息。那些噪声包括保守主义和代表性偏差，还包括技术分析。但因为已经看到几千个交易指标的结果，所以我们不应该再接受这样的观点：因为别人在买，所以我们应该买；因为别人在卖，所以我们也应该卖。我们必须学会制定自己的决策，并在交易中主动出击。

在第 8 章中诺基亚、摩托罗拉的例子清楚地向我们展示了这种方法的优点。我的一位早期客户回忆了一个类似的故事：他和他的许多朋友当时买了一家小额的镍矿公司的股票，该公司正准备公布一系列的钻探试验结果。总共有 7 项结果要公布，在它们被发布期间，其股票飞速上涨。在只剩下两条声明时，我的客户已经读过我的课程笔记，认为该股票已经因为好消息而上涨，就决定卖掉他的股票。他买的时候股价是 80 澳分，而现在他以整整 1.8 澳元的价格卖出。他的朋友对他在最后两项声明公布之前卖出股票感到不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



解，而且在几天后当该股票涨到2澳元之上时，看起来证明他们是正确的。

但是，就在我的客户卖掉股票后约一个星期的时间，最后结果被公布了；它们是好的，但股票价格开始快速下跌。在一天之内，股价下跌了30澳分，几乎没有机会卖出，因为只有寥寥几张买单。而在我的客户卖出股票后约两周时该股票的价格降至1澳元。我的那位客户的朋友们没有一个能在那次急速下跌的趋势中退出交易。

我的客户因权衡可能的结果和制定主动的决策而得到回报。的确，一些技术指标可能已经显示那支股票在短期内已经超买，但这支股票的趋势都是明显的上涨(我相信总有一个技术指标会对任何行情给出事后预测，但指标太多，不知道用哪一个才对)。他的朋友们等待市场对后面的新闻做出反应，就像被动的技术交易者，当他们认识到市场下跌之后，再想退出就为时已晚了。一年半之后，该股票又反弹回先前的最高点。当我在2005年2月写到此处时，其价位在1.7澳元。

很明显，制定主动的决策需要有自信，特别是在面对其他交易者们的压力时，但这是我们必须准备去做的。当我亏损时，如果其他人也都亏损了，那么我仍会感觉不舒服。通过制定我们自己的决策，我们可以看出自己是否适合这一行业，也能够理解我们所得结果的原因，于是可以提高我们的决策制定水平。获得这种技能需要时间，没有人可在一夜之间成为伟大的交易者。但是我们宁愿设定一个较高的目标，努力去制定好的决策，也不愿意设定一个平凡的目标，使用无计划的技术指标或系统。以我的经验，擅长制定这种决策是优秀交易者与差劲交易者之间的分水岭。好的交易者不是那些具有最好的历史数据测试软件或擅长识别图表形态的交易者。我认为读者应该清楚的理解，对于他们中的大多数，理解图表形态或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使用历史数据测试工具并不会使他们走上长期的交易生涯。制定主动的决策是权衡未来可能出现的行情的结果，意味着我们不一定是在最高点卖出或在最低点买入，但我们应该不要太在意。让那些比较聪明的图表师们去寻找高点和低点吧，我既不够聪明，也没有足够好的运气去持续选择高点和低点。不像许多个人和技术交易者那样，我们的目标应该是交易市场，而不是击败市场。

## 慎做假设

假设在市场中随处可见。我们都听到过这样的论述，“从长远来说股市总是向上的，”“头肩型是一种可靠的形态，以及市场在12 月份总会反弹。”但是，我们已经看到这些论述中有多少是错误的，虽然多年来它们已经形成了一种准确的假象。我建议在我们的决策制定过程中一定不要相信和使用这样的假设，或笼统的说法。我们应该根据交易时的现状进行交易。如果现状与那些广泛接受的智慧相背，那么就应该让它那样。过去的东西只属于过去，即使市场开始每个星期五或每个 10 月 12 日股市总会上涨，这也不应该作为我们在星期五、10 月 12 日或星期三，10 月 11 购买的理由(请注意这样的日期是我随便选的，只作为示例)。这又是代表性偏差，是制定交易决策的一种差劲的方法。

我曾经见过即便是投资银行的交易员也经常被假设引致灾难的结果。当在 2001 年末交易日本可转换债券时，我对许多被估价过高的债券变得越来越担心，我与其他交易员进行了激烈的争论，要求减仓。但是，那些交易这些债券比我时间长的交易员争论说，因为总有资金流入套利基金，所以这些债券总有买家。原来该债券市场总有一些流量，担心那些债券估价过高是因为他们没有把被发行公司为持股人利益而在亏损情况下看涨的机会考虑在内，因为没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日本可转换债券曾被看涨过。这在当时的日本可转换债券市场是一条被广泛接受的假设。

于是当这些激烈的辩论正在进行时，某债券被发行公司看涨了，所有债券的市场枯竭，购买兴趣消失，可转换债券价格崩跌，给所有忽视这些警示信号的交易者们带来实质性亏损。认为某种事情在将来不会发生，理由是因为它们在过去没有发生过，是许多交易者思想中的一条致命缺陷，是我们必须避免的。纳西姆•尼古拉斯•塔勒布在他的《随机漫步的傻瓜》一书中对此“黑天鹅”(Black Swan)问题做了很好的描述。大部分形式的技术分析都易于引起这种问题，因为如我们已经看到的，他们的结论只基于过去的事件。

## 参考日亦非常重要

2004年，英国布里斯托尔大学(University of Bristol)的D. Acker和N. Duck发表了一篇有趣的论文，题为“根据月度数据评估贝塔值和股票回报之间的关系(Estimating Betas and Stock-Return Correlations from Monthly Data)”。作者想测试对于像公司贝塔值(beta)(基本上反映了股票对其指数的跟踪程度)和市场关联等方法，数据周期参考日的选择是否对最终结果具有影响。例如公司贝塔值，由特定组织广泛公布，特别受到基金经理的接受和使用。据我所知，而且这项研究的作者也认为，原来人们总是假定数据的起始点或参考点对于计算贝塔值在数值上影响甚微。人们相信，如果我们选择任意给定的周期，比如说1个月，然后计算某股票的贝塔值，产生的数字将是正确贝塔值加或减一个非常小的误差。

但是，这项研究的作者们发现在某些情况下，参考的选择，即使在同一周期上，也可能引起差别很大的结果，即使参考日中的差别最大只有27天。例如，对于美国股票，使用一种参考日产生一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个 -0.41 的贝塔值，而使用另一参考日产生 3.00 的贝塔值，差别巨大。因此，使用不同参考日的交易者将形成关于该股票交易与其指数的关系截然相反的观点。此外，我们可以看到，没有人真的可以 确信这样一只股票的“真正”贝塔值是多大。

类似的结果可以在研究市场相关性时看到。例如，在对 1998～2002 年这段时间的一项研究中，如果 12 日被选为参考点，美国和英国市场之间回报的相关性约为 70%，但如果 23 日被选作参考点，则为 90%。

这项研究的细节有许多，而且多种多样，但在这里我只想强调两点。第一，我们再次看到假设的危险。先前的数据，比如贝塔值，被认为相当准确，而且认为参考日的选择几乎没有关系。即使是这些被广泛认可和使用的假设也已被证明是错误的。

第二，这进一步证明历史数据测试结果不比经验规则高明。历史数据测试者们还应有其他的担心，其中他们必须对不同的参考点测试他们的结果。

大多数期权交易者也假设他们用来分析期权价值的历史波动性数字是对其波动性的准确评价；而事实上，这并不总是真的。再次，大部分人愿意接受他们被告知的事情，而不情愿或讨厌探寻事实真相。问题可以使一个人看起来不聪明，特别是如果我们询问基本的假设，但当我问某人判断一个看起来很基本的问题时，他不是沉默，就是某种坦率的或结巴的回答，这种情况出现的次数出奇地多。在我们这一行业，假设的确很多，这或许又是那么多交易者和投资者失败的一个原因。

所以，我们不但必须要尽量将过去未曾发生过的事情考虑在内，还要对我们被告知的每件事情提出质疑。当我得知头肩形态是多么不可靠时，我感到非常吃惊。而在这一行业中做得愈多，我就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



愈感觉别人告诉我的东西事实上是靠不住的。许多人认为我不断寻找自己交易中的不确定因素和其他理论中的不确定性，是一种不好的习惯，有时显得有些愤世嫉俗，但我对此并不担心。我已经看到过，并追随过许多广泛接受的假设，随着时间的推移都失败了，现在我已经决定“买家当心”是一种更好的思想。这是一个充满被赋予兴趣的行业，我们应该谨慎地接受如前所述的那些假设和论断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第 11 章 从行为金融学中学习

在本书的前面部分我介绍了行为金融的偏见和凭经验臆断，现在我想再谈一下这个话题，以发现更多的方法来提升我们制定决策的水平。我们必须记住，我们的目标应该是制定正确的、合理的决策，来自行为金融的推断是如果我们希望那样做的时候，我们需要避免偏见。当我研究行为金融时，我发现有趣的是它的发现一点都不令我感到奇怪。多年来，我已经在许多交易者身上看到这些缺点。我还记得自己使用臆断来做出的许多蹩脚的决策。很快我就明白这些年来我所用过的和看到的最好的技术是避免偏见和单凭经验。于是在本章中我将重新讲一些单凭经验制定决策的情况，并提出一些规避的建议。

## 代表性(Representativeness)

我认为代表性是一种偏差，这种思想引导我们基于某一事物与其他事物的近似程度来估计该事物发生的可能性。其他事物可能是信息，也可能是噪音，它们是我们先前已经知道的或已经发生的。罗伯特·席勒在他的《非理性繁荣》中给出了一个完美的解释：“人们在不确定的情况下做出判断时总是倾向于通过寻找熟悉的形态，并假定未来的形态将与过去的类似，而对于形态产生的原因或形态自身重复的可能性却缺乏考虑”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于是我们可以得出这样的结论，“上次我看到形态 A 时，市场下跌，所以形态 A 将帮助我预测市场下跌，”或者“人们正在买入，目前是上涨趋势，所以市场将上涨”。这种类型的交易，是许多技术型交易者做的，很明显他们使用了代表性偏差。我认为这种类型的分析是非理性的，会导致差劲的决策。但这并不意味着它总会带来亏损(在该行业中胜率太高了)，但差劲的决策将不会使希望从事交易职业的人走上持续获利的道路。它不过是一种估算式交易心理，而不是如支持者们认为的那样，是一种有效的、可靠的交易技术。

我们不应该做出这样的结论，而是应该努力去理解过去的行情所存在的背景，并估计可能产生的结果。比如我在前面所举的摩托罗拉的例子，通过分析背景，我们的结论有时会与技术交易者得出的截然相反。再比如我在第三章中所举的头肩形的例子，不应该主观的作出结论，而应该认为合约价格是否会低于颈点，取决于在那一刻发生了什么；该形态本身并不能预测什么。

通过分析一支澳大利亚零售股票，科尔斯•梅耶(Coles Myer)，在 2004 年末的行情，我们可以更好地说明图表家们如何使用代表性偏差。由于国内经济零售业的强劲发展，科尔斯•梅耶连续几个月保持上升势头。当澳大利亚债权的 10 年收益率大大高于两年收益率和隔夜收益率时，与此强劲的经济下滑相反，澳大利亚的债券收益曲线却出现正的形态。

而到了 2004 年 11 月底，10 年期债券的收益急速下跌，同时收益曲线也变得比较平缓。很明显，当地经济对债券市场产生了影响，但科尔斯•梅耶却在 12 月 6 日达到了最高点。有趣的是，这发生在澳大利亚零售业数字公布的前一天，该数字比期望值低得多。显而易见，科尔斯•梅耶的价格出现了正值(我认为许多交易者忽略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了来自债券市场的警示信号)，随后该股票开始下跌。

虽然有些技术分析家在先前声明他们认为该股票领先于零售数据数日或数周出现了超买，但那是他们在我关注的事件发生之后所作的分析。作为所有图表交易者的典型特点，他们的交易决策、止损价位等等，都受历史价位和数据的影响。所以我们会听到这样的观点，“2002 年 8 月 28 日这一过去的最高点提供了一些支撑”(引用自一位图表学家在一份澳大利亚杂志的 3～4 月刊上发表的文章)。但是这些价位所产生的环境与现在完全不同。虽然有些交易者可能相信，如果他们把买单置于先前的高点附近，并放置略低于低点的止损单，那么他们是以一种有纪律的方式交易，但他们交易的方法不是基于此时此地发生的事情，而是基于过去的交易者在不同的环境下在过去的行为。在接下来的几个月里，澳大利亚的产额曲线保持平缓直至翻转，零售数据趋缓，先前的高点不再保持。相信科尔斯•梅耶可能反弹或保持在特定的价位是因为它在过去的这些价位上曾经反弹或保持过，而不考虑市场背景是使用了代表性偏差。我真心以为通过理解市场基本面，权衡可能出现的结果，观察此时此地的市场，并从其他市场中寻找不确定因素，我们可以制定更好的决策。

我当然明白使用代表性偏差可以使决策制定变得比较容易，但是这容易导致错误的决策。即使我们认识的大部分交易者都使用这种基于代表性的分析方法，我们也不必忧虑，因为在这一行业中大部分交易者都会亏损。当大部分私人交易者对我的观点持怀疑态度时，我感到非常高兴，因为我知道他们中的多数都将失败，我很高兴我的思维方式与他们不同。还有一种有趣的想法，那就是因为一般都认为群众的观点是正确的，所以我们应该跟随群众。我们知道大部分基金经理人表现欠佳，而且大部分私人交易者亏损，所以我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为什么要跟随人群呢？

## 确认性偏差(Confirmation Bias)

一旦交易者们对某交易开始感兴趣，我们知道他们通常只是寻找确认性证据，认为这将证明他们的观点。很简单，这不是正确的方式；证明一种想法的唯一方式是努力寻找反面证据。所以在交易时，我们应该寻找为什么我们可能是错误的证据，并且应该经常以这种方式对我们的交易进行客观的重新评估。直到发现一个证据证明我们是错的之前，我们可以继续持有该头寸(当然要设一个止损单作为后备)。我们对不同的市场了解得越多，就越有机会发现不确认证据，如果真有的话。该过程在某种方式上可以帮我们保持谦虚，避免过分自信。过分自信是另一种行为缺陷。

下面我要举一个有关确认性偏差的很棒的例子。特别是该例子展示了确认性偏差是如何引诱技术交易者做出错误决策的。这个例子来自一个人气很旺的澳大利亚论坛。其中有一位交易者描述的交易策略，因为它看起来表现良好，所以引来了许多热切的跟随者。该交易的发起者说他自 1999 年末就开始使用这一系统。交易策略基本上包括，在收益和分红公告发布之前买进，利用保证金交易和一些税收工具的影响，该策略看起来是一个成功的策略(在此我不想详述该策略，而只是做一个大致的描述)。在评论该策略之前(虽然他看起来的确像一套牛市策略)，我想给大家描述一下该论坛的版主是如何去证明该系统的。

基本上，为了测试该系统的准确性，这位版主在 2000～2004 年的数据上测试了该系统。但是那位发起人却告诉我们他自 1999 年末就开始使用该系统了。事实是在 2004 年底他来到这个论坛，而后建了自己的一个网站，声明该系统在这一时期已经赚钱。我在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



想，如果他原来开发的是一套亏损的策略，那么他还会将其公之于世吗？这是生存偏差在作怪。所以如果我们在发起人赚钱的那段时期内测试该系统，它当然会出现极好的结果。但这并不证明该系统有效；这是确认性偏差起作用。论坛上的其他人对这些正面的结果印象颇深，而且对于许多人来说这一历史数据测试已经证明了该系统的有效性。我认为，这就是通过误导的分析来使人们接受技术或机械系统的一个实例。

要证明该系统是否有效，第一步应该先做一个非样本期间的测试，也就是说在一个完全不同的时间周期内测试该系统，比如说1970～1975 年。或许该系统现在赚钱的原因不是因为它是一套良好的系统。为了证明该系统，我们需要寻找它为什么失效的原因或什么时候失效。我不认为该系统一定失效；我只是说那位版主的测试不能证明它有效。

再次，当在整个周期上观察时，该系统的整体表现异常优秀，但这并不代表全部。比如，有一年的一段时间该系统表现平平，获利很少或不能获利。在这一期间，该系统产生了 67 笔交易，由于它建议交易者使用保证金进入，所以可能由于佣金和筹资成本而使交易者蒙受损失。论坛上许多人现在看起来都相信该系统在那一时期产生了出众的结果，认为即便一个交易者在一年的时间里分文未赚，他也会继续使用该系统。只有事后我们才能得出这样一个结论。只有极少比例的交易者会在一年没有获利的情况下继续使用同一系统交易，而且那需要他们有雄厚的资本或者其他收入来源。对于任意系统，只要有足够的资金长期用它交易，它就可能会有效，但如果他在短期内失效，对于大部分交易者来说就不会有长期使用了。

大多数交易者可能早就改用另一套系统，而且即使那些使用该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新系统没有损失资金的交易者可能会当该系统再次变得可以获利时继续使用它，它们的真正收益与历史数据测试数字也不相吻合。发现某一策略在过去有效没有多大用处，除非我们能够事先预测该系统开始赚钱的时间。如我们在第 4 章中所看到的，使用技术指标作为预测工具缺乏证据。这种分析交易的方式叫做事后偏差，它是交易者中另一个著名的缺陷。其主要问题是会导致过分自信，而在该行业中过分自信是极度危险的。

在一份杂志中，我们可以看到另一个确认性偏差和生存偏差的例子。澳大利亚最著名的技术分析支持者之一，在描写他刚刚参加的一个甘氏理论研讨会时写道："两个真实的交易账户，一个获利 50 多万美元；而另一个获利超过 100 万美元，都是使用甘氏分析在交易最近牛市中的大豆时获得的。"作者似乎认为这两个账户帮助证明了甘氏分析的价值，但事实上他们没有任何意义。我们看到他们是因为他们是胜出者，如果同时有 1 万个账户亏损，平均亏损额只有 5000 美元，那又如何呢？两个账户，即使获利再高也不能证明一个系统的价值，除非我知道他们是取自 3 个或 4 个样本。

我在此处所举的这些例子或许可以帮助解释技术分析为什么会被如此广泛地接受，同时是怎样被接受的。它们的被接受和使用基于最不可信的证据，并且只要有足够多的人使用它们，就肯定会有一些获胜者声称他们的成功是使用该技术的结果。

以杰西·利弗莫尔(Jesse Livermore)为化名，爱德温·李费佛(Edwin Lefevre)在其经典著作《股票作手回忆录》(Reminiscences of a Stock Operator)中说他可以克服确认性偏差。利弗莫尔收到一条"提示"，说某只股票正准备反转上升。在接下来的几天里他连续卖空该股票，而且金额巨大。当再次碰到"提示者"，并被问及他为什么在收到即将上涨的信息后大量做空时，杰西回答说，测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



试一只股票是否有较多的买盘兴趣的最强方案是做空该股票；购买股票什么都证明不了。

## 保守性(Conservativeness)

保守性说的是许多交易者抱着一个观点不放，在改变观点时显得比较迟缓。为了避免这一缺点，我们需要时刻关注不确定证据，并且随时准备好在必要时采取行动，或者是改变我们的观点。我曾经看到和听到一种说法，就是快速改变观点是懦弱或非理性的象征，但是反过来也是正确的。当环境可能已经改变时而墨守原来的观点，是保守性偏差的一个例子，是应该避免的。

对新闻和数据或者任何不确定证据快速反映，我们也可以确认我们是依据最近的信息动作。当我们不得不退出一笔交易时，我们不应该泄气；相反的，我们应该为发现了一个潜在的危险而感到欣慰。我们不应该认为任何假设或交易心理或形式百分之百准确，而应该在面对我们的交易时保持一种灵活的、思想开放的状态。

## 锚定

避免锚定于无关价位的一种方法是理解之前价格行情的背景。如果我们知道价格为什么定在那一高度，下一次我们可能就不再依赖于它了。再者，如果我们相信非稳定性的概念，我们将不会再把重点过多地放在过去的交易者在过去所作的行为上。这些过去的行为只会影响那些选择受它们影响的交易者，即技术交易者。支撑和阻力价位的使用可以看作是使用锚定的一个很好的例子。它们可以帮助比较容易的决定进场和出场点，但是，正如许多研究报告所证明的，它们不一定会帮助我们制定较好的决策。这种方式的锚定是我们思想中的一种缺陷，是必须避免的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 过分自信和过分乐观(Overconfidence and Overoptimism)

不管我们在这一行业中有多么成功，我们总要使自己保持谦虚的状态。市场比我们所有人加起来都要大，我们永远不要认为自己已经把它打垮。在《瞄准未来投资》(Bull’s Eye Investing)一书中，约翰•莫登(John Mauldin)扼要地写道：“你所知道的永远少于你想做的”，我认为每个人都应该注意他的建议。

当过分相信如“头肩型是一个可靠的形态”这样的论断时，容易引起过分自信。许多交易者使用历史数据测试方法也容易引起过分自信。这些方法受事后偏差的影响。而且如我所解释的，只有当将来完全重复过去时，我们从历史数据测试中发现的可能性才是准确地。而这几乎是不可能的。

在一个大多数人都失败的行业中，认为我们比别人知道得多，或者认为我们比别人聪明是愚蠢的。我们应该保持谦虚，并尽自己的最大努力去做好，但我们在进入该行业时应该抱着现实的期望。具有这样的心态可以鼓励我们坚持学习，并保持方法的灵活性。这就是我为什么不喜欢“如何做”之类书籍的原因，那些书玷污了交易者的名声。那些撰写此类书籍，并在其中扮主角的交易者们通常把他们的成功归功于自己，而不考虑其他力量可能起的作用。他们当然没有考虑成千上万的其他交易者可能以非常相似的方式交易，但交易结果却不相同。我们应该尝试读一些有关人们在该行业中做错了什么的书。就算比较难找，也总有一些。

## 损失厌恶和认知失调(Loss Aversion and Cognitive Dissonance)

抱着现实的希望，包括理解亏损是交易和投资不可避免的一部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分。虽然它们并不美丽，但它们是无法逃避的，而且我们必须接受这个现实——它们可能发生。如果你不能接受亏损，那么就不应该从事交易。不幸的是，许多交易者和投资者，特别是过分自信的那些，竭力去避免接触亏损一词。当我们做接触运动(contact sports)时，我们不喜欢被击中或受伤，但我们不得不接受那将发生的现实。因为受伤是接触运动不可避免的副作用，所以那些不想因此受伤的人们可能决定去做非接触性运动或者只是看别人做。同样，感觉自己不能面对亏损的人应该忘记交易。

事实上，不仅仅是要面对亏损；我们需要面对错误的决策，需要快速承认错误并改正。如果你是那种在面对错误时说“不要担心，我确信问题会自己解决”的那种人，你可能要陷入麻烦中了。在交易和投资时，我们会看到这样的论述：“市场总是会反转的”，以及当一笔交易开始亏损时，“我要继续在里面做长期投资。”对于这些交易者来说，可能不会做很长时间。所以在这种方式下，认知失调是与保守性联系在一起的。建议我们保持灵活和思想开放的状态，我们将看到揭露我们先前犯的错误是有益的而非有害的技术。我们应该集中精力寻找交易存在的缺陷，而不是集中精力去面对先前所作的错误决策。我们应该总是用当时获得的信息来瞄准最佳交易。如果我们发现新的反面信息，或者如果在交易后有新消息发布，这未必证明我们的原始决策是错误的，但是我们现在有了新的不确认信息，我们应该退出交易。

一条重要的纪律是保持紧凑的止损单。它证明我们对亏损是持接受态度的，但如果那些亏损太大，也是很难接受的。所以，如果我们把损失限制在一个较小的范围内，我们就不必对它们太紧张。我经常说我乐于接受小额亏损，因为那意味着我不应该接受过大的亏损；就是那些大额亏损使得多数交易者的交易生涯半途而废。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于技术交易者来说，认知失调也是他们必须引起足够重视的一个问题，因为他们不知道什么时间或为什么他们的技术将赚钱。那些在头肩型态之后交易，或根据历史数据测试结果交易的交易者们不能从交易为什么失败中学习，尤其是当交易者们被告知忽略基本面、新闻等等，而只看图表时。如果我们可以从自己的亏损中学习，我们就不再认为它是那么麻烦了。这也就是我为什么相信努力理解我们为什么赚钱或亏损的重要性。在本书的前面章节中描述的类似于技术型 A 的交易者说，他只要赚钱就不管为什么赚钱，对此，我不能理解。我认为那种结果证明方法的想法是愚蠢的，而我也努力想去弄明白为什么交易者不想理解自己的利润或亏损的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 后 记

在我撰写本书期间和成书之后，我为几组私人交易者举行了一些演讲会来宣传我的观点和研究结果，目的是获得第一手资料，希望在我被挑战的地方得到一些思想。令我鼓舞的是我收到的大部分反馈都是正面的，但很明显，同时也招致许多技术分析支持者的批评。在此，我将对我被挑战的领域进行讨论，并阐述我的反映。

当我在本书的第二部分中写道我们必须质疑我们被告知的所有事情时，我是包括我自己的作品在内的，我曾经声名过我总是寻找原因来证明为什么我可能是错的，于是我公开鼓励直截了当地反馈和有建设性的批评。我回复所有的 E-mail 和电话，对于有关话题的争论我总是欣然接受。

直到现在，我还对来自技术支持者的反映(或者缺少反映)感到确实很丧气。我真切希望听到有趣的、机智的反面讨论，但迄今为止，我收到的批评水平都相当低。最常见的也是最一般的批评是我错误地阐述了图表和技术分析，技术分析不是我认为的那样。

我将从几个角度来分析这种批评。首先，当我对技术分析进行评论时，我几乎总是努力去包含支持我的评论的论述，它们来自广受尊敬的技术分析家、出版物或网站。其次，我不认为阅读图表或技术文献的每个人都对我们被告知的假设一点也没有怀疑。比如市场总是前进的，图表形态的构成是投资者心理的结果，头肩形态是一种可靠的形态，等等。所以我坚持认为我对技术分析者的绝大部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分论述(如果不是全部)是准确的。

我认识到许多技术分析支持者和导师承认他们的方法不会提供通过交易获利的捷径。而我试图去解释为什么他们的分析方法是有缺陷的。但是，仍然有一些交易“培训师”告诉人们，通过相对简单的分析可以从交易中获利。我希望通过本书中的一些讨论，广大交易者可以要求这些公司通过更详细的调查来证实他们的论述。

我收到的另一条批评是：我混淆了技术方法和机械交易方法，而它们是非常不同的。对此，我的回答是：我不但没有将它们混为一谈，而且我认为它们两者都有缺陷。虽然在本书中我涉及了技术、机械和图表技术，因为我把它们都划分到技术分析这一个大标题之下，但是我希望我已经做的阐述对其中的每一个，以及对这个整体都是持否定的。许多使用比较机械的方法的交易者已经承认，我反对图表形态和它们背后被称为心理学的东西是正确的，但是他们认为他们的做法与此大不相同。虽然我同意他们的部分观点，但是我仍然认为他们的方法和历史测试技术存在严重的限制。

一位技术分析支持者声称，我因为失败的头肩形态和成功的头肩形态相似就反对它，这种观点是错误的，因为我没有把成交量包含在内，而成交量在决定真正的头肩形态时是一个非常重要的因素。而我认为，如果成交量如此重要，那么这些技术就不适用于外汇市场，所以我是反对这种论述的。但是，技术分析和图表在外汇市场中被大量使用；事实上，它们在外汇市场分析中的使用频率远高于在股票分析中的使用频率。

因为我告诉我的听众我不使用技术分析，所以我被指责对技术分析知之甚少。于是我需要重申一遍，我已经根据美国和英国的许多著名导师的思想研究过技术分析，而当我在期货市场交易期间，我也大量使用过技术分析。事实上，在期货市场的那段时间里，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



首次注意到对于大多数使用技术分析的交易者来说，他们的业绩都相当差。关于更机械的方法，我曾经看到与我一起工作的银行交易员们使用过，不仅我认为这些技术很差，当我的那些同事们失败时，作为一群经验丰富的高级交易者，他们很直接地知道自己为什么失败了。有些人可能会说，那些资深交易者为什么不把这些信息输入机械系统呢？答案是并不那么简单。举例来说，背景和权衡可能的结果就很难被编入一套系统(根据迄今为止我所看到的)。但是我并不否认将来有可能开发出更好的编程技术，以开发一套更为灵活的系统。于是技术分析将不断革新、不断改进，我相信到那时，我们今天使用的许多技术和指标将被淘汰。但是我想重申一遍，我的初衷并不是去反对技术分析；只是我在市场中的经验和为本书所做的一些研究使我认为有更好的交易和投资方法。

另一条常见的批评，也是最容易使我感到气愤的一条，就是某些技术并非那样低劣，因为一些著名的交易者声明他们从中赚到过钱。我在技术分析的所有领域都听到过这种论述，特别是有关著名交易者和对冲基金经理人使用技术，证明它们具有获利性，虽然每笔交易的可靠性只有 40%。首先，我们必须提醒自己，我们看到的只是赢家。我不怀疑有些交易者使用技术分析赚钱，但我们必须考虑大部分结果怎样，以及样本的规模有多大。听说几个交易者使用某种方法赚钱，并不能证明那项技术是可靠的或成功的。此外，我们不能完全确信那些交易者严格地坚持使用一项技术，而不会同时使用其他方法。其次，这些交易者中的一部分人或者具有第二收入(比如教学)，或者背后有雄厚的资本支持(比如他们管理着一个基金)。所以，对于不可避免的连续亏损，他们就比较容易度过。私人交易者必须自问一下，如果他们不知道可能持续数月的连续亏损何时结束，他们将如何处置呢？而且只有经过这一连串的亏损之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后，他们才有可能获利。

一些技术支持者们曾向我建议，技术分析只是提供一个向导，它使人们制定交易决策，任意的规则和交易方法都有使用经验法则的危险。我认为这句话的前半部分有一些道理，似乎可以解释技术分析的发展和应用，但并不是说它是一种衡量市场心理的好方法。它是一种可以帮助一些人制定交易决策的方法，但我坚持认为有更好的、更加理性的方法来制定决策。而且，如果是这样的话，那些技术支持者和技术导师们在论述时能否更现实一点？能否提醒他们的客户，他们的观点是基于未必准确的假设呢？他们可以在自己的著述中省略掉“预测”、“简单的分析”等词汇吗？

对于每一种向导是否都会有成为经验法则的危险，是一个比较难讨论的领域。我想说的是，我所见过的优秀交易者使用的方法是基于自己亲自对市场行为的观察；他们几乎不依靠假设，而是依靠交易者对什么影响他或她的市场的理解。我已经阐述过我的思想：假设是危险的，而且，以我的观点，技术分析太多地依赖于假设。优秀交易者根据自己看到的交易，不管那是否与以前使用的系统或方法一致。他们根据在那一时刻他们看到的东西，以自己的优势为基础，制定每一项决策。每次都使用相同类型的技术或系统，认为或希望它会带来长期的利润，虽然会使决策制定过程变得简单，但是不会产生好的决策。

每个交易日结束，市场参与者的观点都各不相同。很明显，我不指望大多数私人交易者都同意我的观点。我不希望成为一名具有很多追随者的“圣人”，我只想公开一些私人交易者可能不熟悉的概念。在一次给一群主要是技术型的私人交易者召开的演讲会上，有一位交易者说我的许多观点与他和其他人以前被告知的和使用的完全不同。他解释说，因为这一点，我的观点几乎是不准确的。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的回答很简单，由于大多数私人交易者亏损，所以事实上我很高兴听到我的观点和技术与他们不同。类似的，许多曾读过本书草稿的职业交易者的反应基本上都同意我的观点。但关于技术分析和图表的辩论仍将长时间持续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 附 录

在本书中我提出不少论断、想法和假说，所以我想在此总结一下。

| 技术分析的假设 | 质疑 |
|---|---|
| 技术工具和一些图表形态，比如头肩形态，是可靠的。技术分析研究市场心理和情绪 | 研究表明，即使是头肩形态的可靠性也很差。所以为什么用于非交易数据，比如经济数据呢？成功的头肩形态的心理不同于失败的头肩形态吗？行为金融学证明技术分析和图表是我们在不确定情况下用来制定决策的一种直觉，而不是种理性的或准确的分析形式 |
| 成交量很重要 | 那么，技术分析和图表可以用来分析外汇市场吗？一项对于动量的研究表明，市场方向和成交量直接并没有技术支持者想让我们相信的那种直接联系 |
| 技术分析可以用于所有产品 | 不同市场的心理和结构可以有很大的差别，所以我不明白为什么我们要运用同样的形式分析所有市场。如果认为技术分析是对市场心理的衡量，那么市场心理可能有很大差异。 |
| 类似的工具既可用于上涨的市场也可用于下跌的市场 | 上涨市场和下跌市场的心理当然会大不一样，而且市场与市场之间的心理也有很大差别。对于股票的研究还强烈表明技术工具在做空交易中的表现远远逊色于在做多交易中表现 |
| 市场是向前的 | 行为金融学的研究和技术交易者使用的方法表明许多交易者根据过去的交易活动交易，而不是根据交易时刻可以获得的信息进行交易。有时在不同的市场可以得出相反的观点，那么哪一个市场是向前的呢 |
| 历史数据测试可以帮助我们找到在将来有效的策略，而且会凸显这些策略潜在的风险和报酬 | 从历史数据测试中得出的结论只在被测数据上是准确的，只有未来与过去完全相同时，它才代表真正的风险和回报，而这种情况几乎不可能发生。许多研究已经表明历史数据测试方法不具有获利能力，在过去表现良好的形态不会在未来继续表现良好。因为只有使用事后分析，我们才能够找到最优的交易策略 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 图表和过去的数据可以显示出我们的交易策略中潜在的陷阱和回报 | 还有众多的其他可能性；因为它们还没有发生，图表师和技术及机械交易者会以为它们可能不会发生。这是一种错误的假设 |